

QUADERNO DI RICERCA

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2016 – Tutti i diritti riservati

Italia 3 trim 2016 - Pil debito & Co

*Osservatorio trimestrale
sui dati economici italiani*

Rivista scientifica
Codice CINECA E230240

ISSN 2283-7035

Anno VI - Numero 4

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

Estratto / Abstract:

L'Osservatorio esamina i dati economici italiani e l'evoluzione trimestrale del debito pubblico, dello stock di Titoli di Stato, delle Riserve ufficiali, della crescita del Pil, dell'inflazione e della disoccupazione.

The Observer examines the quarterly evolution of Italy's sovereign debt, its stock of government bonds, official reserves, GDP, inflation and unemployment.

Sommario

Introduzione	Pag. 5
I rating	Pag. 6
Il debito pubblico	Pag. 8
<i>Stime debito pubblico sino a dicembre 2016</i>	Pag. 9
<i>L'insostenibile leggerezza del debito implicito</i>	Pag. 11
<i>Quanti sono 2.213 miliardi?</i>	Pag. 14
I contributi per la stabilità	Pag. 15
Le entrate e le uscite	Pag. 16
Lo stock di Titoli di Stato	Pag. 17
<i>Stima spesa per interessi a fine 2016</i>	Pag. 17
<i>BTP a 50 anni: un rischio non percepito dal risparmiatore</i>	Pag. 21
<i>Quanto rende investire in Bot</i>	Pag. 23
<i>Quantitative Easing, a che punto siamo con gli acquisti?</i>	Pag. 24
Le Riserve della Banca d'Italia	Pag. 27
Il Prodotto Interno Lordo	Pag. 28
<i>Produzione Industriale</i>	Pag. 31
<i>Indice di Fiducia sugli Investimenti in Innovazione Tecnologica</i>	Pag. 32
<i>L'economia non osservata</i>	Pag. 33
<i>La pressione fiscale</i>	Pag. 33
L'inflazione	Pag. 36
La disoccupazione	Pag. 39
Approfondimenti	Pag. 42
<i>Il commento di Andrew Lawford</i>	Pag. 42
<i>Note economiche di Gabriele Serafini</i>	Pag. 45
Conclusioni	Pag. 55
Bibliografia	Pag. 56

Gli autori di questo numero

Per l'Osservatorio:
Per gli Approfondimenti:

Maurizio Mazziero
Andrew Lawford
Gabriele Serafini

La diffusione anche parziale dei contenuti è libera citando la fonte.

Questa pagina è lasciata intenzionalmente bianca

*La stampa non vuole informare il lettore,
ma fargli credere di essere informato.*
Dávila Nicolás

Introduzione

Siamo giunti al XXIV numero del Quaderno di Ricerca Mazziero Research, ancora una volta abbiamo cercato di riservare ampio spazio non solo ai numeri, che ci vengono spesso elargiti a piene mani dai media, ma alla loro interpretazione con commenti e riquadri di approfondimento (anche per colmare quella lacuna che ci fa notare Dávila Nicolás nella citazione in questa pagina).

Come di consueto abbiamo riproposto una misura più comprensibile dell'enormità del debito italiano e il calcolo del rendimento effettivo di un BOT. Abbiamo inoltre aggiunto un riquadro sui rischi del BTP a 50 anni; siamo convinti, infatti, che questo non sia percepito a pieno dal comune risparmiatore. Dimenticato il periodo in cui si è fatto un grande parlare delle obbligazioni subordinate bancarie, di chi doveva vigilare e informare sui rischi, il silenzio sul collocamento di un prodotto obbligazionario di lunga durata è, come si suol dire, assordante!

Nelle Note Economiche è stato affrontato il tema del reperimento delle risorse per la ricostruzione post-terremoto; l'esame attento e preciso evidenzia come alcuni vincoli di natura monetaria potrebbero sbarrare la strada alle migliori intenzioni.

Ancora una volta il nostro intento è stato quello di fornirvi un documento utile e di elevata qualità, se da parte vostra vorrete diffonderlo ad amici e colleghi ve ne saremo grati.

Buona lettura.

Maurizio Mazziero

I rating

Paesi	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Dagong	
Austria	AA+	Stabile	AA+	Stabile	Aa1	Stabile	AA+	Stabile
Belgio	AA	Stabile	AA	Negativo	Aa3	Stabile	A+	Stabile
Cipro	BB-	Positivo	B+	Positivo	B1	Positivo	NA	NA
Croazia	BB	Negativo	BB	Negativo	Ba1	Negativo	BB+	Negativo
Danimarca	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Estonia	AA-	Stabile	A+	Stabile	A1	Stabile	A	Stabile
Finlandia	AA+	Stabile	AA+	Stabile	Aa1	Stabile	AA+	Stabile
Francia	AA	Stabile	AA	Stabile	Aa2	Stabile	A	Stabile
Germania	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Grecia	B-	Stabile	CCC	In osservazione	Caa3	Stabile	CC	Negativo
Irlanda	A+	Stabile	A	Stabile	Baa1	Positivo	BBB	Stabile
Italia	BBB-	Stabile	BBB+	Negativo	Baa2	Stabile	BBB-	Negativo
Lettonia	A-	Stabile	A-	Stabile	A3	Stabile	BBB-	Stabile
Lussemburgo	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Malta	A-	Stabile	A	Stabile	A3	Stabile	A-	Stabile
Norvegia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Olanda	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AA+	Stabile
Portogallo	BB+	Stabile	BB+	Stabile	Ba1	Stabile	BB	Stabile
Regno Unito	AA	Negativo	AA	Negativo	Aa1	Negativo	A+	Stabile
Slovacchia	A+	Stabile	A+	Stabile	A2	Stabile	NA	NA
Slovenia	A	Stabile	BBB+	Positivo	Baa3	Positivo	NA	NA
Spagna	BBB+	Stabile	BBB+	Stabile	Baa2	Stabile	BBB+	Stabile
Stati Uniti	AA+	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Negativo	A-	Stabile
Svizzera	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile
Svezia	AAA	Stabile	AAA	Stabile	Aaa	Stabile	AAA	Stabile

Tabella 1: Rating dei principali paesi assegnati dalle agenzie di valutazione
(Elaborazione su dati delle singole agenzie)

I fatti

- 1 luglio 2016, Fitch conferma il Belgio ad AA, con outlook negativo.
- 8 luglio 2016, S&P conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 8 luglio 2016, S&P conferma l'EFSF ad AA, con outlook negativo.
- 15 luglio 2016, S&P conferma il Belgio ad AA, con outlook stabile.
- 15 luglio 2016, S&P conferma la Croazia a BB, con outlook negativo.
- 15 luglio 2016, Fitch conferma l'Irlanda ad A, con outlook stabile.
- 22 luglio 2016, S&P conferma la Grecia a B-, con outlook stabile.
- 29 luglio 2016, S&P conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 29 luglio 2016, Fitch conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 29 luglio 2016, Fitch conferma la Spagna a BBB+, con outlook stabile.
- 29 luglio 2016, Fitch conferma la Croazia a BB, con outlook negativo.
- 5 agosto 2016, Fitch conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 12 agosto 2016, Fitch conferma la Slovacchia ad A+, con outlook stabile.
- 19 agosto 2016, Fitch conferma il Portogallo a BB+, con outlook stabile.
- 2 settembre 2016, S&P conferma la Svezia ad AAA, con outlook stabile.
- 2 settembre 2016, Moody's conferma Malta ad A3, con outlook stabile.
- 2 settembre 2016, Fitch conferma la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 2 settembre 2016, Fitch conferma la Grecia a CCC.
- 16 settembre 2016, Moody's promuove la Slovenia a Baa3, con outlook positivo.
- 16 settembre 2016, S&P promuove la Finlandia ad AA+, con outlook stabile.
- 16 settembre 2016, S&P conferma l'Austria ad AA+, con outlook stabile.
- 16 settembre 2016, S&P conferma la Danimarca ad AAA, con outlook stabile.
- 16 settembre 2016, S&P conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 16 settembre 2016, S&P conferma il Portogallo a BB+, con outlook stabile.

S&P	Fitch	Moody's	Dagong
AAA	AAA	Aaa	AAA
AA+	AA+	Aa1	AA+
AA	AA	Aa2	AA
AA-	AA-	Aa3	AA-
A+	A+	A1	A+
A	A	A2	A
A-	A-	A3	A-
BBB+	BBB+	Baa1	BBB+
BBB	BBB	Baa2	BBB
BBB-	BBB-	Baa3	BBB-
BB+	BB+	Ba1	BB+
BB	BB	Ba2	BB
BB-	BB-	Ba3	BB-
B+	B+	B1	B+
B	B	B2	B
B-	B-	B3	B-
CCC+	CCC+	Caa1	CCC+
CCC	CCC	Caa2	CCC
CCC-	CCC-	Caa3	CCC-
CC	CC	Ca	CC
C	C	C	C
D	D		D

Tabella 2: Corrispondenza dei Rating di Standard & Poor's, Fitch, Moody's e Dagong

- 23 settembre 2016, Fitch conferma la Germania ad AAA, con outlook stabile.
- 30 settembre 2016, S&P conferma la Spagna ad BBB+, con outlook stabile.
- 7 ottobre 2016, Fitch conferma la Norvegia ad AAA, con outlook stabile.
- 7 ottobre 2016, Fitch conferma la Svizzera ad AAA, con outlook stabile.
- 14 ottobre 2016, Moody's conferma la Grecia a Caa3, con outlook stabile.
- 14 ottobre 2016, Fitch conferma il Lussemburgo ad AAA, con outlook stabile.
- 14 ottobre 2016, S&P promuove Malta ad A-, con outlook stabile.
- 21 ottobre 2016, Fitch declassa l'Italia a BBB+, con outlook negativo.
- 21 ottobre 2016, S&P promuove la Francia ad AA, con outlook stabile.
- 21 ottobre 2016, S&P promuove l'EFSF ad AA, con outlook stabile.
- 28 ottobre 2016, S&P conferma il Regno Unito ad AA, con outlook negativo.
- 4 novembre 2016, Fitch conferma l'Olanda ad AAA, con outlook stabile.
- 4 novembre 2016, Fitch conferma la Lettonia ad A-, con outlook stabile.
- 11 novembre 2016, S&P conferma l'Italia a BBB+, con outlook stabile.
- 11 novembre 2016, S&P conferma l'EFSF ad AA, con outlook stabile.
- 11 novembre 2016, Moody's promuove Cipro a B1, con outlook positivo.

Il 21 ottobre scorso Fitch ha rivisto l'outlook dell'Italia da stabile a negativo; diverse le motivazioni alla base della revisione, ma quella che ci è parsa più rilevante è il continuo e ripetuto ritardo nella diminuzione del deficit, con una conseguente riduzione di credibilità. Più benevola, ma non meno tagliente, Moody's che in un report del 7 novembre scorso, pur riconoscendo l'economia ampia e diversificata del nostro paese, oltre all'impegno del governo nell'affrontare, seppur con una certa lentezza, le riforme, sottolinea l'elevato debito, la bassa crescita potenziale e la debolezza del settore bancario. Moody's, punta altresì l'attenzione sull'esito del referendum costituzionale di dicembre, quale elemento cardine del cammino del governo sulla strada delle riforme.

S&P non crede, invece, che l'esito del referendum potrà condizionare il merito di credito italiano, ha quindi mantenuto il rating BBB+, con outlook stabile.

Il debito pubblico

(Milioni di Euro)	2015		2016	
	Debito pubblico	Delta debito	Debito pubblico ²	Delta debito ³
Gennaio	2.166.858	29.739	2.191.499	18.826
Febbraio	2.170.192	3.334	2.214.858	23.359
Marzo	2.185.484	15.292	2.228.748	13.890
Aprile	2.195.805	10.321	2.230.845	2.097
Maggio	2.219.231	23.426	2.241.804	10.959
Giugno	2.204.635	-14.596	2.248.823	7.019
Luglio	2.200.159	-4.476	2.252.220	3.397
Agosto	2.184.671	-15.488	2.224.705	-27.515
Settembre	2.191.659	6.988	2.212.616	-12.089
Ottobre	2.211.780	20.121		
Novembre	2.211.882	102		
Dicembre	2.172.673	-39.209		
Totale		35.554		39.943

*Tabella 3: Variazioni mensili del debito pubblico dal 2015 a settembre 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

I fatti

- Debito a settembre 2016: 2.213 miliardi; record storico 2.252 miliardi a luglio.
- L'incremento del debito nel 2016 è di 40 miliardi, nello stesso periodo del 2015 era stato di 55 miliardi.
- Il debito pubblico pro-capite, in base ai cittadini italiani residenti all'1 gennaio 2016, è di 39.795 euro.
- Dal 2000 ad oggi il debito pubblico aggiuntivo è stato di 912 miliardi di euro.
- In termini percentuali dal 2000 il debito è aumentato del 70,2%, ben oltre il doppio dell'inflazione che è stata del 32,7%.

Il commento

Il debito pubblico è in discesa da due mesi dopo aver segnato l'ennesimo record a luglio a 2.252 miliardi. Dalla cifra attuale, 2.213 miliardi, inizierà ora una breve salita per un paio di mesi per poi giungere al consueto forte calo di fine anno e concludendo secondo le nostre stime in una zona compresa fra 2.182 e 2.191 miliardi (si veda la **Figura 1** e il **Riquadro 1**).



Figura 1: Andamento debito pubblico a settembre 2016 e stima valori a dicembre 2016 (Elaborazione su dati Banca d'Italia e stime Mazziere Research)

Una cosa è ormai certa: che non assisteremo a quel cammino di riduzione del debito che il Ministro dell'Economia aveva più volte confermato di raggiungere nell'anno in corso. Quindi nessun contenimento del debito, né in termini assoluti, né in termini relativi nel rapporto debito/PIL.

Certo le difficoltà non sono mancate: un flusso di migranti sempre più consistente e un sisma catastrofico in centro Italia; ma ancora una volta viene da chiedersi se sia plausibile che un Paese incluso fra i sette grandi (G7) non debba perseguire un bilancio capace di sostenere difficoltà che si presentano pressoché ogni anno.

La polemica sui vincoli di bilancio con Bruxelles appare nei toni alquanto stucchevole, anche perché dai media passa il concetto di una discussione su denaro che l'Unione Europea non ci concede, mentre invece si sta discutendo di ulteriore debito a nostro carico e su cui Bruxelles lancia un monito circa la reale sostenibilità, puntando altresì il dito sulle continue promesse di risanamento da noi disattese (**Figura 2** e **Figura 3**).

Riquadro 1

Stime debito pubblico sino a dicembre 2016

Debito pubblico a ottobre 2016:
2.224 miliardi (in aumento)
 Intervallo confidenza al 95%:
compreso tra 2.221 e 2.227 miliardi
 Dato ufficiale verrà pubblicato il:
15 dicembre 2016

Debito pubblico a fine 2016:
compreso tra 2.182 e 2.191 miliardi
 Intervallo confidenza al 95%
 Dato ufficiale verrà pubblicato il:
15 febbraio 2017

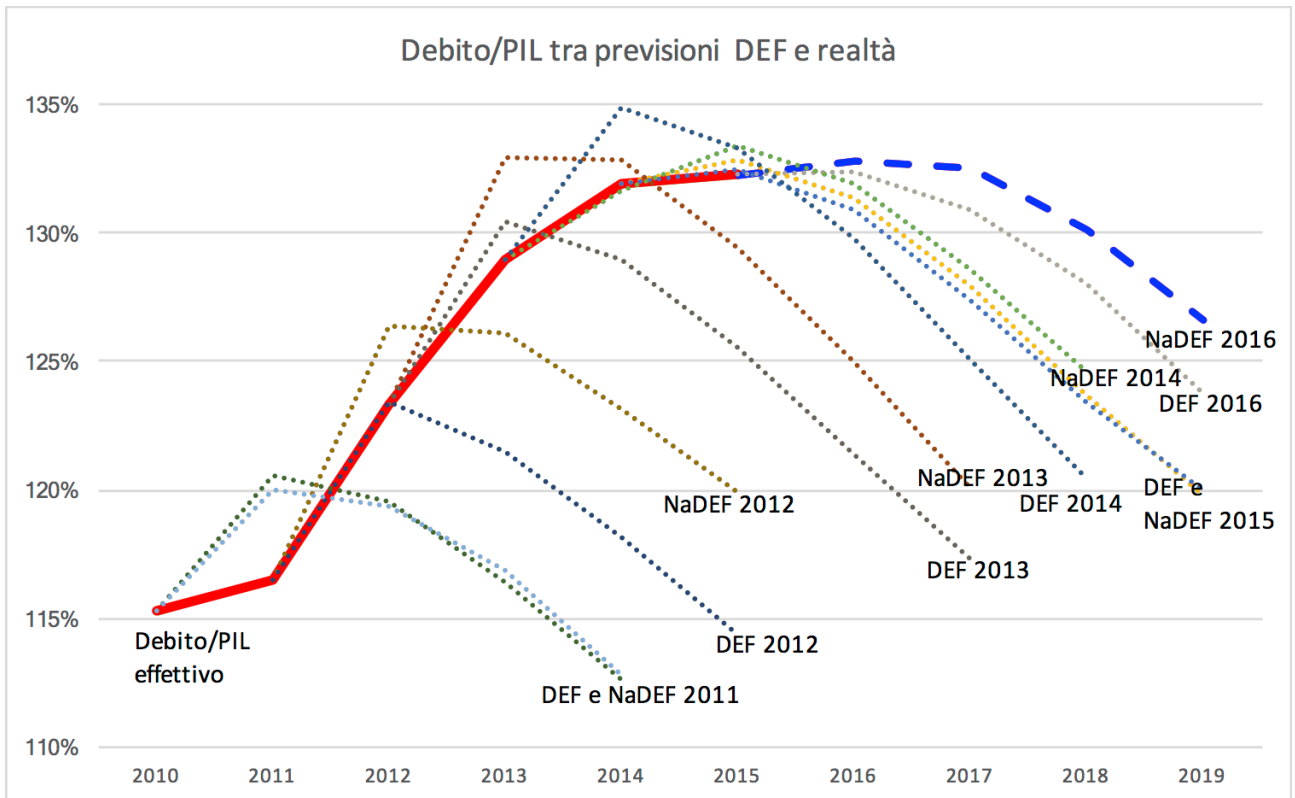


Figura 2: I ripetuti aggiustamenti e ritardi nell'abbassamento del debito (Elaborazione Mazziero Research su dati MEF)

Non c'è quindi da stupirsi se in un sondaggio Sentix, l'Italia è subentrata alla Grecia come Paese che più probabilmente lascerà l'euro. È la prima volta dal giugno 2012 che Roma figura davanti ad Atene in questo sondaggio.

Avanzo primario: obiettivi e consuntivo
(in percentuale del PIL)

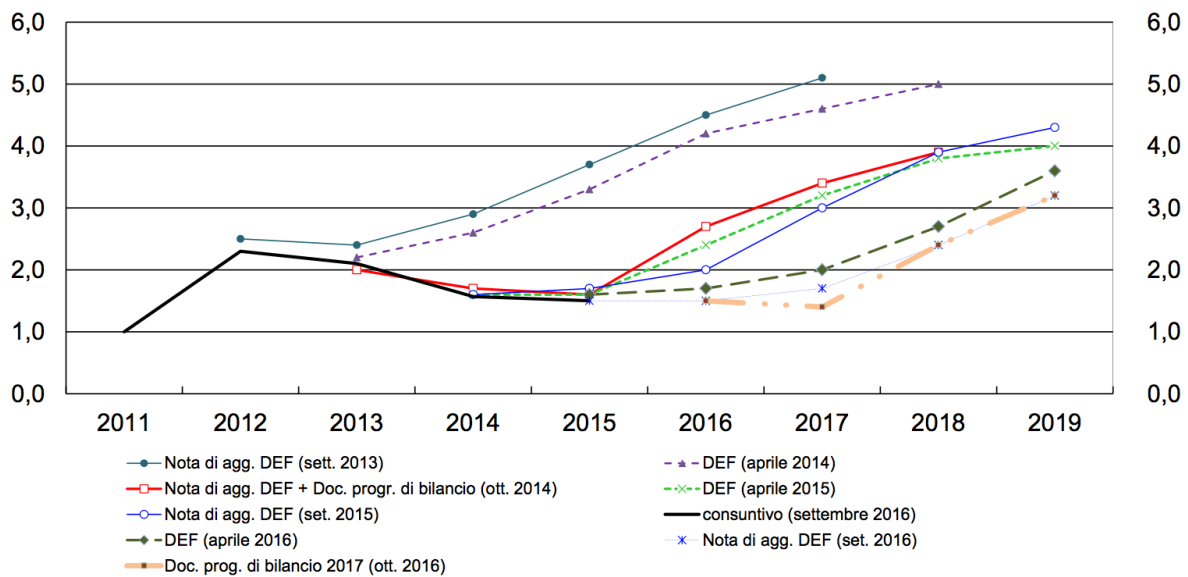


Figura 3: Avanzo primario obiettivi e consuntivo (Fonte Banca d'Italia)

(Milioni di Euro)	Debito pubblico	Delta debito	Delta % debito	Inflaz. IPCA
Anno 2000	1.300.341			2,60%
Anno 2001	1.358.333	57.993	4,46%	2,30%
Anno 2002	1.368.512	10.179	0,75%	2,60%
Anno 2003	1.393.495	24.984	1,83%	2,80%
Anno 2004	1.444.604	51.108	3,67%	2,30%
Anno 2005	1.512.779	68.176	4,72%	2,20%
Anno 2006	1.582.009	69.230	4,58%	2,20%
Anno 2007	1.598.971	16.963	1,07%	2,00%
Anno 2008	1.663.452	64.481	4,03%	3,50%
Anno 2009	1.761.229	97.777	5,88%	0,80%
Anno 2010	1.851.213	89.984	5,11%	1,60%
Anno 2011	1.907.781	56.568	3,06%	2,90%
Anno 2012	1.989.878	82.097	4,30%	3,30%
Anno 2013	2.070.013	80.135	4,03%	1,30%
Anno 2014	2.137.119	67.106	3,24%	0,20%
Anno 2015	2.172.673	35.554	1,66%	0,10%
3 trim 2016	2.212.616	39.943	1,84%	
Incremento		912.275	70,16%	32,70%

Tabella 4: Variazioni annuali del debito pubblico dal 2000 al 3 trim. 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Riquadro 2

L'insostenibile leggerezza del debito implicito

Riportiamo di seguito un estratto del Comunicato Stampa dell'INPS del 28 ottobre scorso dal titolo "Precisazione sul debito implicito".

L'Istituto di previdenza ha tenuto a precisare le parole del presidente Tito Boeri intervistato dal Corriere, secondo cui *"il debito pensionistico è un indicatore il cui ammontare non è rilevante nell'attuale sistema di regole di finanza pubblica."*

La spiegazione di questa affermazione starebbe nel fatto che: *"Ai fini della sua stima, il debito pensionistico è definito come l'insieme dei pagamenti, al netto dei contributi versati, delle generazioni di lavoratori e pensionati attuali e future. Il debito pensionistico si distingue dal debito pubblico perché non implica ancora degli impegni di natura finanziaria. Si definisce come debito implicito perché, in linea di principio, è possibile per un governo intervenire sui regimi pensionistici prima di tradurre le politiche in obblighi finanziari. Infine, trattandosi di flussi finanziari di lungo periodo (75-80 anni), le stime sono soggette a frequenti revisioni legate all'andamento demografico, alla crescita economica e alle altre variabili sottostanti."*

Traducendo liberamente, con un pizzico di malizia, il ragionamento potrebbe voler dire: "avere un debito per le prestazioni pensionistiche nei confronti dei lavoratori e dei pensionati non vuol dire avere un impegno finanziario, perché in assenza di risorse un governo può sempre intervenire limando le pensioni."

Riquadro 3

Riportiamo di seguito alcuni stralci dell'*Audizione sul bilancio di previsione dello Stato per l'anno 2017 e bilancio pluriennale 2017-2019* (Ufficio Parlamentare di Bilancio, 7 novembre 2016) commentandoli liberamente con l'intento di dare maggiore chiarezza.

[...] l'indebitamento netto in rapporto al PIL viene portato (dall'1,6 per cento dello scenario a legislazione vigente) al 2,3 per cento nel quadro DPB, anziché al 2 per cento come era supposto nel quadro programmatico NADEF.

Si fa qui riferimento all'indebitamento del 2017 indicato dalla legge di stabilità 2016 all'1,1%, poi portato all'1,6%, indi all'1,8%; nell'ultima nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) veniva nuovamente innalzato al 2%, ora la legge di stabilità per il 2017 lo innalza ulteriormente al 2,3%.

È una consuetudine che si ripete anno dopo anno nel rivedere gli obiettivi di riduzione del debito, il 2016 avrebbe dovuto essere l'anno di diminuzione non dell'ammontare del debito in termini assoluti, ma almeno nel rapporto con il PIL; anche questo traguardo è stato disatteso (si veda il Riquadro 3, a pagina 12 e 13 dell'*Osservatorio Italia 1 trim 2016: Pil, debito & Co.*).

Le **Figura 2 e 3** mostrano i continui rimandi nel tempo degli obiettivi di debito/PIL e deficit/PIL.

[...] L'UPB non ha, invece, ritenuto di poter concludere positivamente l'esercizio di validazione del quadro programmatico 2017 pubblicato nella NADEF, in quanto le previsioni, come argomentato nell'Audizione parlamentare del 3 ottobre sulla NADEF, risultavano fuori linea rispetto all'intervallo dei previsori del panel UPB. In particolare, l'impatto della manovra 2017 ipotizzata nella NADEF (aumento di quattro decimi di punto del deficit/PIL tra tendenziale e programmatico) sulla crescita 2017 (aumento di quattro decimi di punto, dallo 0,6 all'1 per cento, del tasso di incremento del PIL tra tendenziale e programmatico) denotava un eccesso di ottimismo, essendo più elevato di quello stimato dal panel dei previsori UPB (costituito, si ricorda, da CER, Prometeia, REF. Ricerche, oltre che dallo stesso UPB).

L'Ufficio Parlamentare di Bilancio fa presente che i conti presentati dal governo sono troppo ottimisti e non trovano riscontro nelle previsioni svolte da una serie di enti terzi previsori. Le previsioni di crescita su cui si basa un bilancio dello Stato dovrebbero invece essere improntati a una dose di cautela, al fine di evitare la creazione di buchi di bilancio o il mancato raggiungimento degli obiettivi di equilibrio, come già rimarcato precedentemente.

[...] La previsione DPB sul 2017 differisce, come detto, da quella dello scenario programmatico NADEF principalmente perché basata su una manovra di bilancio diversa (e specificamente più espansiva di 0,3 punti percentuali) da quella ipotizzata in settembre.

La legge di bilancio 2017 si scosta dal precedente quadro programmatico, che il governo aveva illustrato solo qualche mese fa (NADEF, settembre 2016) prevedendo un ulteriore indebitamento per lo 0,3%.

[...] Per il 2017, l'intervento più rilevante è di gran lunga l'annullamento dell'aumento delle aliquote IVA e delle accise (le cosiddette "clausole di salvaguardia") che vale lo 0,9 per cento del prodotto (15,4 miliardi).

[...] Il quadro per il 2018 e 2019 risente del mantenimento della disposizione di aumento delle aliquote IVA nel 2018 e dalla previsione di un ulteriore aumento di 0,9 punti dell'aliquota base nel 2019. Nell'insieme, il gettito associato ammonta a 19,6 miliardi nel

2018 e 23,3 miliardi nel 2019, corrispondenti rispettivamente al 1,1 e all'1,3 per cento del PIL.

Continuiamo a trascinarci queste clausole di salvaguardia che prevedono un aumento di Iva e accise (si veda pagina 7 dell'Osservatorio *Italia: economia a fine 2015*) e che sono misure che scattano automaticamente nel caso di non raggiungimento degli obiettivi di bilancio.

Come sempre, gli obiettivi non vengono poi raggiunti e quindi il governo si trova costretto a delle manovre supplementari (spostando risorse) per evitare la loro entrata in vigore. Il disinnesco peraltro non viene attuato con misure definitive, ma semplicemente spostando il problema da un anno a quello successivo (gli anglosassoni direbbero "kicking the can down the road" tradotto "calciare la lattina lungo la strada").

Nel 2017 verranno dedicati a questo scopo 15,4 miliardi, 0,9% del PIL, che nel 2018 e 2019 diventeranno rispettivamente 19,6 e 23,3 miliardi, ovvero 1,1 e 1,3% del PIL.

Ci si domanda come potrà essere risolta la questione, dato che le risorse languono, il PIL stenta a crescere e il 2018 si terranno le elezioni politiche.

[...] In sostanza, nel 2017, la disattivazione delle clausole di salvaguardia su IVA e accise (15,4 miliardi circa) e interventi in vari settori (per circa 14 miliardi) sono consentiti per oltre il 41 per cento da un aumento del deficit (per 12 miliardi) e per il restante 59 per cento da un insieme di misure correttive (per 17,1 miliardi), suddivise sostanzialmente in tre categorie di analoga consistenza: in maggiori entrate di natura strutturale (per 5,6 miliardi, il 32,7 per cento delle risorse), derivanti – oltre che dall'ACE – dal recupero di base imponibile grazie alla lotta all'evasione e da misure minori; nella revisione e riprogrammazione delle spese (per circa 5,2 miliardi, pari al 30,4 per cento delle risorse); in entrate di natura una tantum (per circa 6,3 miliardi, il 36,8 per cento delle coperture).

E qui siamo al punto nodale, in che modo viene trovata la soluzione? Facendo debito. Un debito che prima o poi dovrà essere pagato e che graverà principalmente sulle generazioni a venire.

La Legge di stabilità espande il perimetro dei conti pubblici di 29,4 miliardi, 12 di questi sono coperti da nuovo debito, maggiori entrate tra cui lotta all'evasione per 5,6 miliardi, revisione e riprogrammazione delle spese per 5,2 miliardi e 6,3 da misure una tantum, che quest'anno ci sono, ma nel prossimo non ci saranno più.

[...] Tra gli elementi critici di questa manovra, nel 2017 si finanzia la disattivazione – temporanea – di clausole di salvaguardia fissate in precedenza e si sostengono impegni di natura strutturale in parte con misure di natura una tantum, come nel 2016, cui si aggiungono norme volte al recupero di evasione, di incerta valutazione.

Ciò che viene evidenziato dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio è che nella manovra si disattivano le citate clausole solo per quest'anno (**Figura 4**) e si prendono impegni anche per gli anni futuri con misure temporanee (una tantum), nel contempo si fa affidamento sul recupero dell'evasione le cui somme sono difficili da quantificare.

[...] Il provvedimento (di rottamazione delle cartelle esattoriali, ndr), riconoscendo l'estinzione di sanzioni e interessi di mora, si configura come un condono, che finisce comunque per premiare i contribuenti meno meritevoli e per questa via può contribuire a indebolire il senso di obbedienza fiscale della platea dei contribuenti.

La cosiddetta rottamazione delle cartelle esattoriali, come tutti i condoni che si sono succeduti nel corso degli anni, strizza l'occhio ai contribuenti non in regola con i pagamenti e quindi nel lungo termine contribuisce a formare la convinzione che la morosità è tollerata dato che prima o poi si potrà fruire di una sanatoria.

Quanti sono 2.213 miliardi?

MR **Mazziero**
Research
Ricerca finanziaria indipendente



Allineando banconote da 50 euro una dietro l'altra si coprirebbero 10.590 volte la distanza Milano-Roma

Un FrecciaRossa dovrebbe viaggiare quasi 3 anni e 8 mesi, 24 ore su 24, per coprire la medesima distanza.

Profilo programmato per le aliquote dell'IVA (valori percentuali)

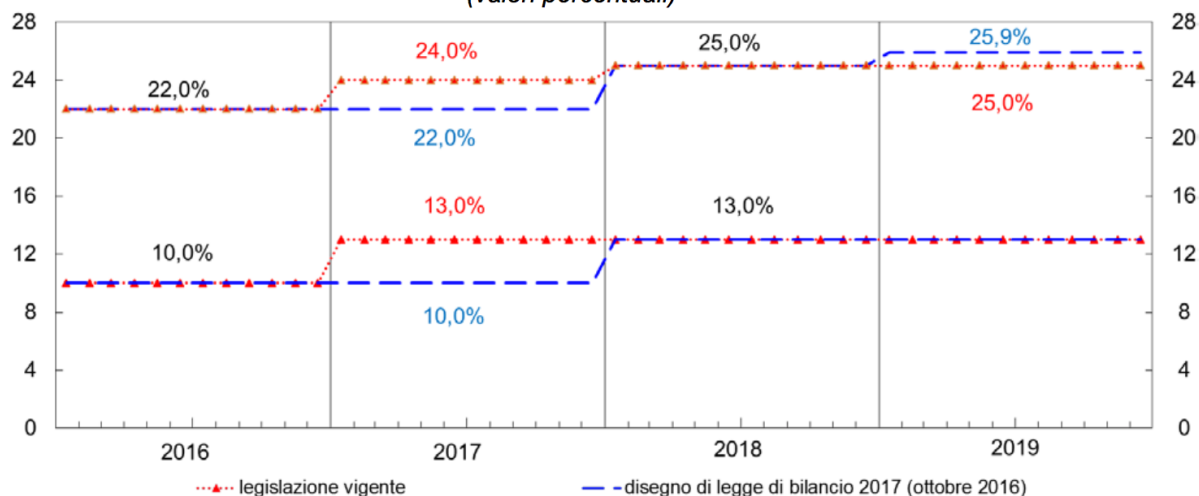


Figura 4: Profilo programmato per le aliquote IVA
(Fonte Banca d'Italia)

I contributi per la stabilità

(Milioni di Euro)	Prestiti bilaterali	Contributi EFSF	Contributi ESM	Totale Cumul.
Anno 2010	3.909			3.909
Anno 2011	8.498	3.110		11.608
Anno 2012	10.007	26.925	5.732	42.664
Anno 2013	10.008	34.148	11.465	55.621
Anno 2014	10.008	35.990	14.331	60.329
Anno 2015	10.008	33.893	14.331	58.232
3 Trim 2016	10.008	33.893	14.331	58.232

Tabella 5: Contributi in milioni di euro versati dall'Italia sino al 3 trim 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Nella **Tabella 5** vengono riportati i contributi per la stabilità delle economie nell'Eurozona versati dall'Italia.

Riquadro 5

Prestiti bilaterali: sono prestiti effettuati dall'Italia direttamente alla Grecia.

Contributi EFSF: versamenti al Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Contributi ESM: versamenti al Meccanismo Europeo di Stabilità, sostituirà a regime l'EFSF.

Le entrate e le uscite

(Milioni di Euro)	2015			2016		
	Entrate	Uscite	Saldo	Entrate	Uscite	Saldo
Gennaio	34.024	19.487	14.537	35.938	12.177	23.761
Febbraio	28.012	55.006	-26.994	32.763	64.658	-31.895
Marzo	32.569	55.390	-22.821	30.346	31.728	-1.382
Aprile	32.775	47.390	-14.615	30.769	39.198	-8.429
Maggio	33.292	40.020	-6.728	38.353	27.771	10.582
Giugno	47.288	41.280	6.008	48.735	60.554	-11.819
Luglio	41.199	42.122	-923	49.172	36.368	12.804
Agosto	35.829	55.359	-19.530	37.143	33.139	4.004
Settembre	33.010	34.408	-1.398	34.534	43.157	-8.623
Ottobre	36.067	34.956	1.111			
Novembre	37.746	51.370	-13.624			
Dicembre	102.330	104.688	-2.358			
Totale	494.141	581.476	-87.335	337.753	348.750	-10.997

Tabella 6: Andamento entrate e uscite statali dal 2015 a settembre 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Da gen. a set. 2016 la differenza fra entrate e uscite è stata negativa per 11 miliardi.
- Il disavanzo nel medesimo periodo del 2015 era stato di 72,5 miliardi.
- La media mensile delle entrate da gen. a set. 2016 è stata di 37,5 miliardi.
- La media mensile delle entrate da gen. a set. 2015 è stata di 35,3 miliardi.
- La media mensile delle uscite da gen. a set. 2016 è stata di 38,7 miliardi.
- La media mensile delle uscite da gen. a set. 2015 è stata di 43,4 miliardi.
- Nei primi 9 mesi del 2016 le entrate tributarie ammontano a 313.457 milioni di euro (+11.211 milioni di euro rispetto al 2015, pari a +3,7%). Le imposte dirette si attestano a 170.911 milioni di euro (+5.804 milioni di euro, pari a +3,5%) e le imposte indirette risultano pari a 142.546 milioni di euro (+5.407 milioni di euro, pari a +3,9%).

Il commento

Qualcosa sta cambiando, e in meglio, nel rapporto tra entrate e uscite; la **Tabella 6** lo mostra in modo evidente, dato che lo sbilancio nei primi 9 mesi del 2016 è di 11 miliardi, mentre nel medesimo periodo dell'anno scorso era di 72,5 miliardi. Consultando le cifre nelle medie calcolate nella sezione precedente si nota che aumentano le entrate, per circa 2,2 miliardi al mese, e diminuiscono le uscite, per circa 4,6 miliardi; come viene evidenziato anche dalla **Tabella 7**.

Il risultato che si ottiene è uno sbilancio positivo nei conti del 2016 rispetto a quelli del 2015 di circa 6,8 miliardi al mese.

Entrate	Uscite	Differenza
2.195	-4.635	6.830

Tabella 7: Scostamento su media entrate e uscite mensili tra i primi 9 mesi 2015 e 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Lo stock di Titoli di Stato

(Milioni di Euro)	Titoli di Stato	Vita residua	Interessi passivi	Tasso Medio
Anno 2006	1.256.946	6,77	68.578	5,46%
Anno 2007	1.288.578	6,85	77.126	5,99%
Anno 2008	1.356.207	6,82	81.161	5,98%
Anno 2009	1.446.133	7,07	71.288	4,93%
Anno 2010	1.526.334	7,20	68.836	4,51%
Anno 2011	1.586.741	6,99	76.416	4,82%
Anno 2012	1.638.724	6,62	83.566	5,10%
Anno 2013	1.722.670	6,43	77.568	4,50%
Anno 2014	1.782.233	6,38	74.340	4,17%
Anno 2015	1.814.445	6,52	68.440	3,77%
1 Trim. 2016	1.872.607	6,46	20.598	NA
2 Trim. 2016	1.901.075	6,52	14.241	NA
3 Trim. 2016	1.863.925	6,64	20.421	NA

Tabella 8: Titoli di Stato e Interessi passivi dal 2006 a settembre 2016
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

I fatti

- Circolante titoli di Stato a settembre 2016 pari a 1.864 miliardi.
- Vita media residua a 6,64 anni, in aumento dai minimi di luglio 2014 a 6,31.
- Spesa per interessi a settembre 2016 pari a 55,3 miliardi, nel 2015 stesso periodo 56,8.
- Spesa per interessi nel 2015 pari a 68,4 miliardi.
- Dal 2006 a settembre 2016 sono stati pagati 803 miliardi di interessi.
- Tassi di interesse medi a settembre: BOT -0,18%, BTP 0,73%, CCT 0,37%.

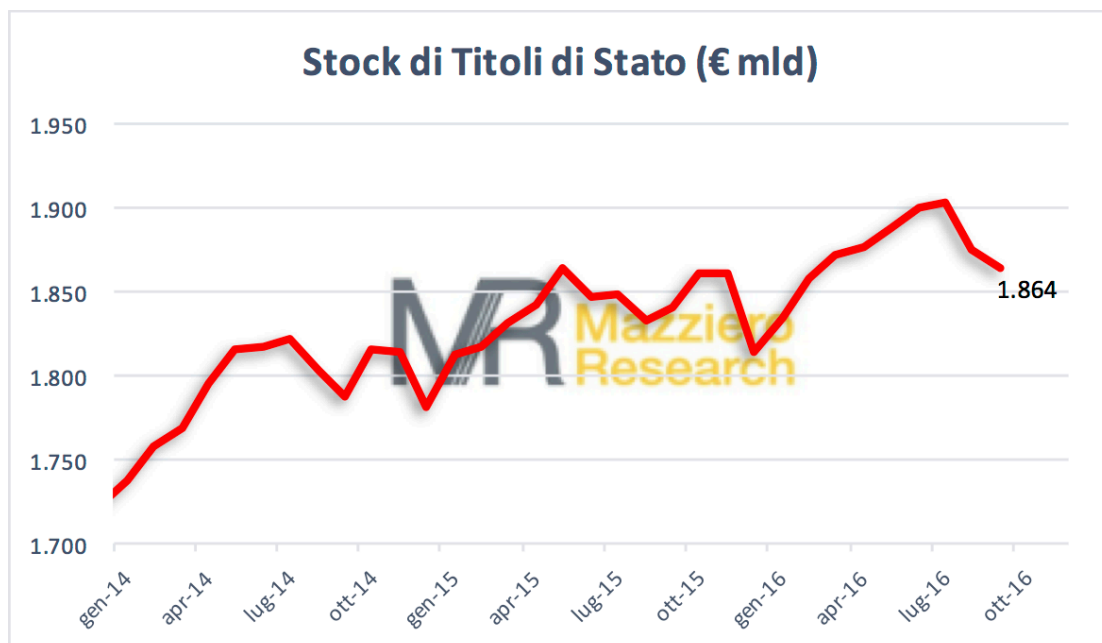
Il commento

Il periodo di collocamenti di titoli di Stato per il 2016 giunge al termine, il Dipartimento del Tesoro è riuscito anche quest'anno ad approfittare dei rendimenti molto contenuti e in alcuni casi negativi portando il costo complessivo dello stock intorno al 3% e ampliando nel contempo la durata media che a settembre era di 6,64 anni (**Figura 9**); la direttrice Maria Cannata afferma che l'obiettivo è di arrivare a 7 anni, forse già dal 2017.

Riquadro 6

Stima spesa per interessi a fine 2016

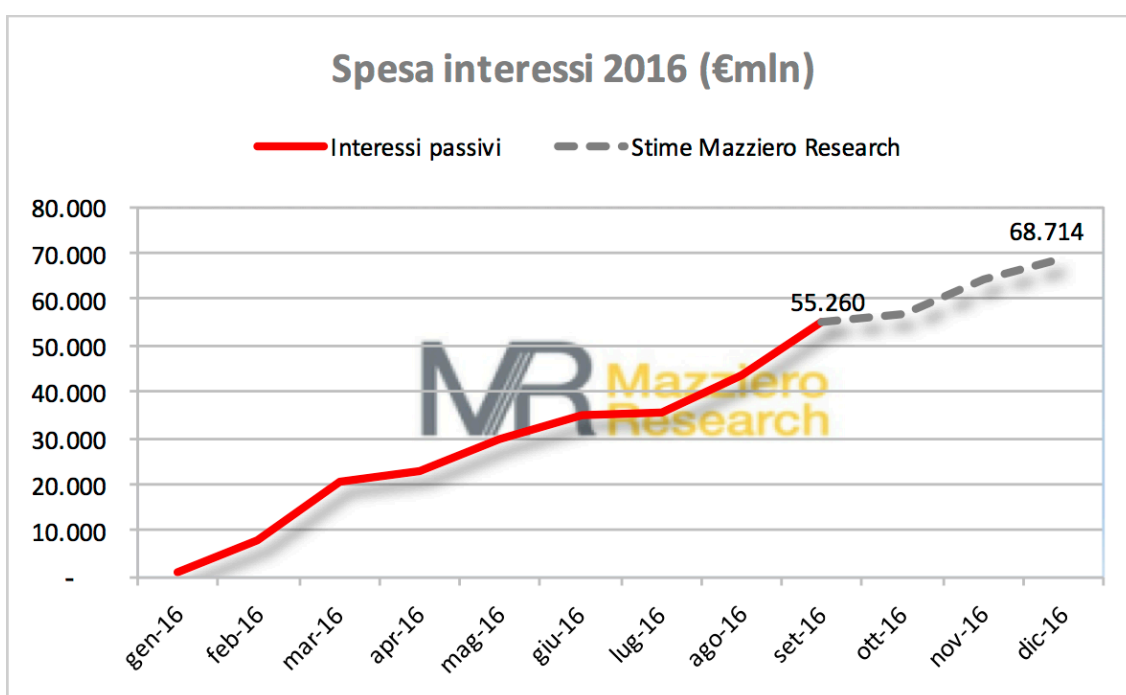
Spesa per interessi a settembre 2016: **55,3 miliardi di euro.**
Stime spesa per interessi a fine 2016: **68,7 miliardi di euro.**



*Figura 5: Circolante di Titoli di Stato dal 2014 a settembre 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF Dipartimento del Tesoro)*

La strategia è sicuramente valida al fine di sfruttare a pieno i vantaggi dei bassi rendimenti, peccato che tassi contenuti e quindi spese per interessi minori non siano stati sfruttati a livello governativo per ridurre il deficit, e di conseguenza l'aumento del debito, ma impiegati per finanziare nuove spese.

Questo è un argomento ricorrente nel nostro Osservatorio e chi ci ha seguito in questi sei anni di pubblicazione ha potuto constatare che, sebbene il tema del debito sia sempre stato presente nel dibattito politico, nessuno si sia mai fatto carico di ridurlo concretamente.



*Figura 6: Stima spesa per interessi a fine 2016
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)*

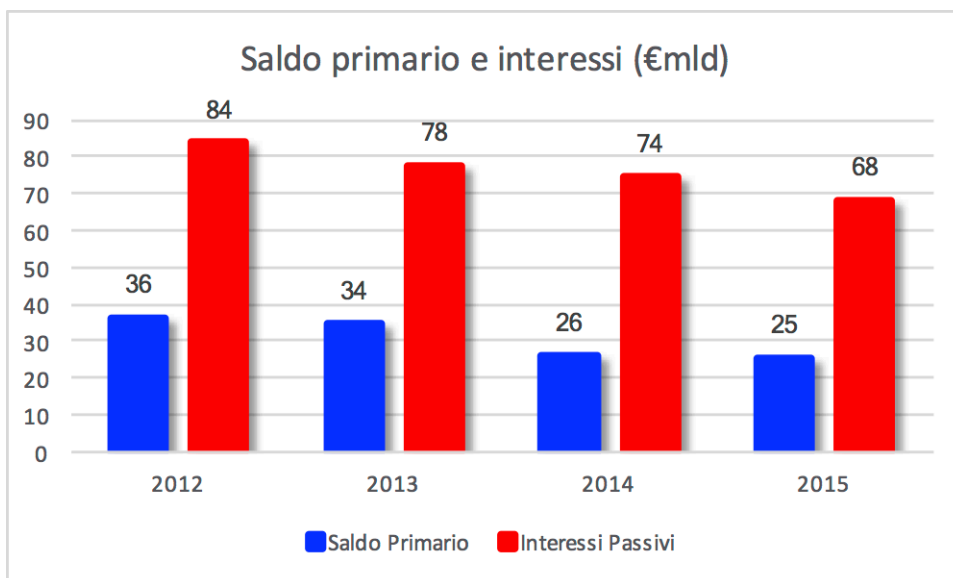


Figura 7: Andamento del saldo primario e degli interessi dal 2012 al 2015
(Elaborazione su dati Istat e MEF)

Osservando la **Figura 7** possiamo constatare che dal 2012 al 2015 la spesa per interessi è sempre diminuita passando da 84 a 68 miliardi; se il saldo primario (saldo tra entrate e uscite al netto degli interessi) fosse rimasto costante la minore spesa per interessi, regole contabili europee a parte, avrebbe determinato un minor deficit e quindi, seppur in misura lieve, l'aumento del debito sarebbe stato inferiore. In realtà questa favorevole condizione è stata sfruttata per aumentare la spesa e quindi far diminuire il saldo primario.

Se a questo punto osserviamo la **Figura 8** notiamo che i tassi di interesse medi sembrano aver esaurito la loro spinta discendente e accennano ora a risalire. Nel momento in cui scriviamo il BTP decennale è giunto a superare il 2% (**Figura 10**), quasi raddoppiando il rendimento nel corso di soli due mesi.

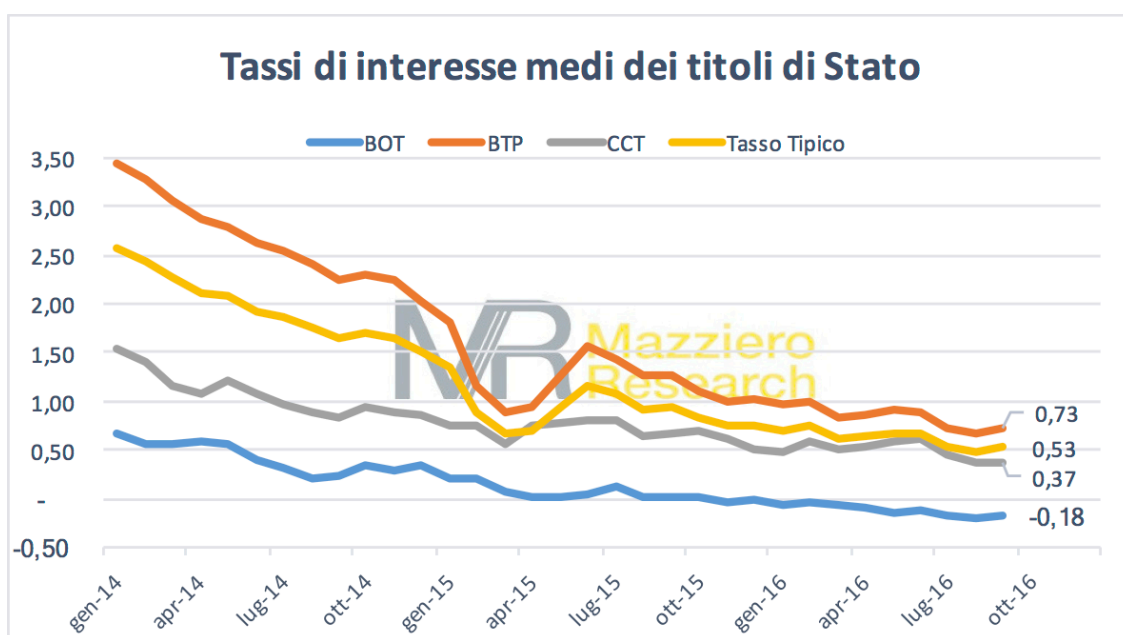


Figura 8: Tassi di interesse medi dei Titoli di Stato da gen. 2014 a settembre 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

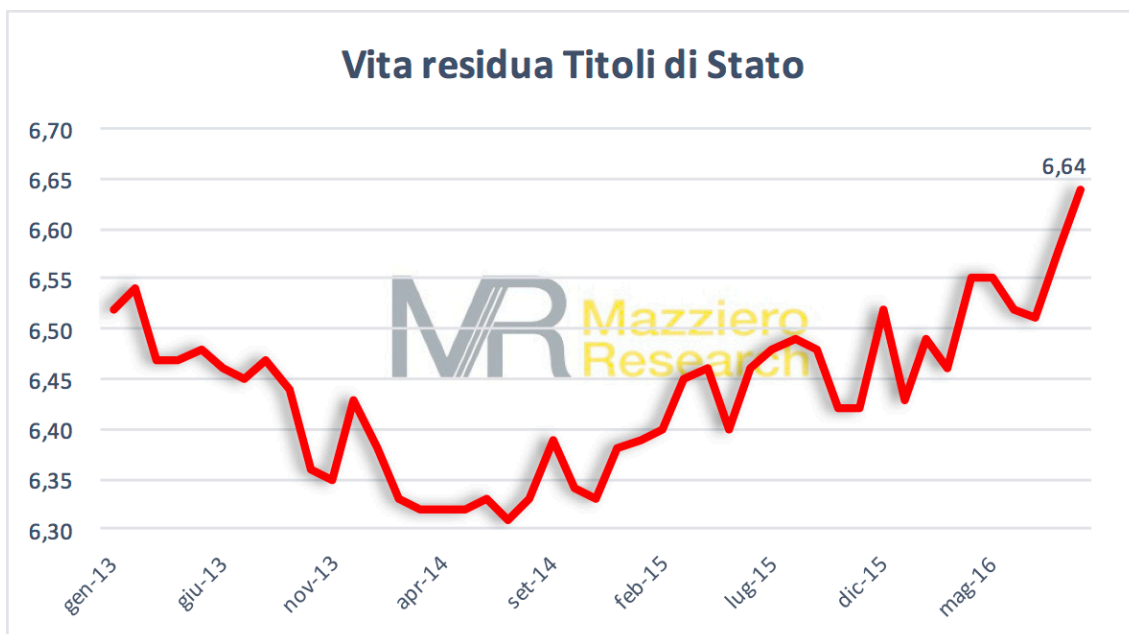


Figura 9: Vita media residua dei Titoli di Stato dal 2013 a settembre 2016
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Questa condizione può generare diverse ricadute, ne accenniamo un paio:

1. Aumento inizialmente quasi impercettibile delle maggiori spese per interessi. Le stime, calcolate secondo i nostri modelli proprietari, indicano una spesa a fine anno intorno a 68,7 miliardi, poco diversa da quella dell'anno scorso, ma non escludiamo che possa ulteriormente ridursi intorno a 66 miliardi, dove le nostre stime del precedente Osservatorio la indicavano. Tuttavia l'articolazione delle emissioni espone lo stock di titoli di Stato a una sensibilità che può essere stimata in 139 milioni al mese per ogni variazione dello 0,50%, che corrisponde a una maggiore spesa di un miliardo e mezzo all'anno (**Tabella 9**). La sensibilità mese viene calcolata applicando la variazione di tasso alla media mensile delle nuove emissioni nell'arco degli ultimi 12 mesi; la sensibilità anno invece è calcolata applicando la variazione di tasso alle scadenze dei prossimi 12 mesi. Questo maggior costo sarebbe difficilmente percepito inizialmente, mancando di dare i necessari segnali da allerta alla sfera decisionale della spesa pubblica, ma diventerebbe difficile da gestire a partire dai 3-4 anni successivi, dopo il rimpiazzo di circa la metà dello stock di titoli esistente.
2. Un aumento dei rendimenti su titoli a cedola fissa, come sono i BTP, si ripercuote in una riduzione anche ingente della quotazione (si veda il **Riquadro 7** a proposito del BTP a 50 anni), ciò esporrebbe i risparmiatori a un esito inatteso del proprio investimento e a una conseguente crisi di fiducia che potrebbe minare i successivi acquisti e, in termini più generali, il consenso.

Variazione tasso	Sensibilità mese (€ mln)	Sensibilità anno (€ mln)
0,50%	139	1.519
0,75%	208	2.278
1,00%	278	3.037
1,25%	347	3.797
1,50%	417	4.556
1,75%	486	5.315
2,00%	555	6.075

Tabella 9: Sensibilità alla variazione dei tassi
(Elaborazione su dati Banca d'Italia e MEF)

BTP a 50 anni: un rischio non percepito dal risparmiatore

Per qualcuno è stato un affare: per il Dipartimento del Tesoro che con un'operazione di successo è riuscito a collocare 5 miliardi di euro al tasso annuo del 2,80%; un tasso che resterà costante per tutta la durata del BTP a 50 anni, con scadenza 1 marzo 2067.

Dal punto di vista della necessità di reperire fondi per finanziare la spesa pubblica, mantenendo tassi stabili per lungo tempo, l'operazione è perfettamente riuscita e con un timing ottimo; di questo dobbiamo darne atto al Tesoro.

Meno convincente è l'impatto che potrebbe avere nei confronti della folta schiera di risparmiatori, da sempre affezionati ai titoli di Stato che non sono così avvezzi con i tecnicismi dell'investimento obbligazionario.

Il problema riguarda il comportamento delle obbligazioni a tasso fisso a lunga scadenza, le quali, avendo una cedola predeterminata per tutta la vita del titolo, subiscono la variabilità del rendimento di mercato attraverso una variazione della quotazione.

Brevemente, se il rendimento di mercato dovesse salire dell'1% annuo, la quotazione di un titolo a 3 anni perderebbe il 3% (salvo semplificazioni e arrotondamenti) per controbilanciare con il capitale a scadenza il rendimento aggiuntivo che la cedola fissa non può dare. Naturalmente il medesimo meccanismo funziona anche al contrario e questo giustifica l'aumento in questi anni della quotazione dei BTP anche oltre 150 a fronte di un capitale nominale di 100.

La duration, o durata finanziaria, è un parametro che per gli operatori del mercato ha un significato ben preciso: il tempo, in anni, in cui l'investitore torna in possesso di quanto investito su un titolo obbligazionario, considerando anche il flusso delle cedole. Questa duration è proprio quel parametro che, pur con qualche semplificazione, indica l'impatto sulla quotazione del titolo a fronte di un incremento del rendimento.

BTP 50 anni		Variazione tasso		Perdita conto capitale	
Cedola annuale	2,800%	0,25%		-6,7%	
N. cedole/anno	2	0,50%		-13,5%	
Prezzo emissione	99,194	0,75%		-20,2%	
Godimento	01-set-16	1,00%		-26,9%	
Scadenza	01-mar-67				
Duration	26,94				

Tabella 10: Caratteristiche del BTP a 50 anni e calcolo impatto sul capitale (Elaborazione su dati MEF)

Per quanto riguarda il BTP a 50 anni la duration è appena sotto 27 anni (**Tabella 10**) e l'impatto che può avere per un innalzamento dei rendimenti dello 0,25% è una perdita del 6,7%, per un innalzamento di mezzo punto percentuale una perdita del 13,5% e così via di questo passo.

Ora la domanda è: può essere plausibile un rialzo dello 0,50% dei rendimenti in un momento in cui la Banca Centrale sta acquistando titoli per svariati miliardi e ha un tasso di sconto negativo?

Segue alla pagina successiva

Riquadro 7 bis

Continua dalla pagina precedente

La risposta è: certamente è possibile, è sufficiente infatti osservare il grafico a sinistra della **Figura 10** per constatare che in due mesi, da metà settembre a metà novembre, il rendimento del BTP decennale è aumentato di quasi l'1%. Nel grafico di destra viene riportata la quotazione del BTP a 50 anni, che dopo un mese dal suo sbarco in borsa è passata da 97,50 a 85,80% con una perdita di circa il 12%.

Concludendo il BTP a 50 anni è uno strumento fortemente speculativo, con oscillazioni giornaliere anche rilevanti (si vedano le ultime due barre di prezzo sulla destra del grafico); il popolo dei risparmiatori dovrebbe considerare bene tutti i risvolti prima di avventurarsi in un investimento su titoli di questo genere.

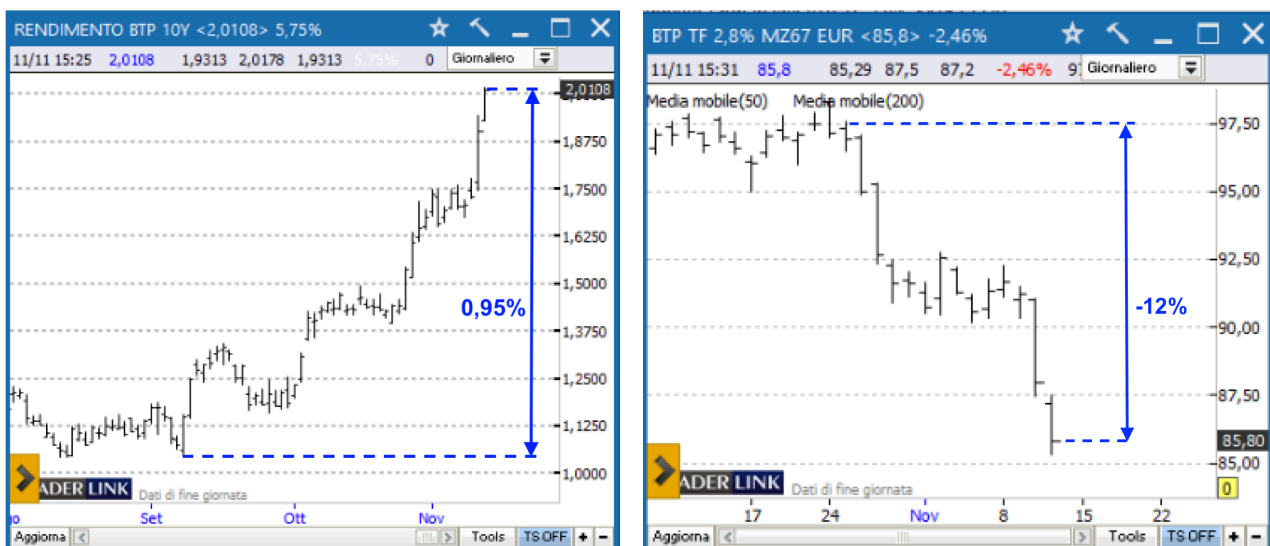


Figura 10: Rendimento del BTP a 10 anni a sinistra e quotazione BTP a 50 anni a destra (Grafico realizzato con Visual Trader di Traderlink)

In questo Osservatorio abbiamo cercato di riservare ampio spazio sia alla spiegazione delle dinamiche di prezzo che potrebbero condizionare il BTP a 50 anni (**Riquadro 7**), sia alla consueta ricognizione sul rendimento di un BOT che si mantiene ancora in territorio negativo (**Riquadro 8**). Inoltre il **Riquadro 9** riporta come sempre l'aggiornamento degli acquisti di titoli di Stato da parte della Banca Centrale.

La **Figura 5** mostra l'ammontare del circolante dei titoli di Stato, mentre la **Figura 6** mostra le nostre stime di spesa per interessi a fine anno; queste stime, come già accennato, presentano ancora dei discreti scarti nella loro determinazione e quindi si procederà a un aggiornamento mensile nella pagina Indice degli Osservatori del sito Mazziero Research.

Quanto rende investire in Bot

Nella **Tabella 11** viene calcolato il rendimento di un investitore in Bot, partendo dal tasso di interesse dell'asta del 10 novembre calcolato dal MEF pari al -0,217%.

Elenco costi	Rendimento BOT Annuale	-0,2170%
Ritenuta fiscale	0,0000%	
Bollo conto titoli	0,2000%	
Commissione bancaria	0,1500%	
Decurtazione da inflazione	0,0000%	
	Costi	0,3500%
	Rendimento netto	-0,5670%

*Tabella 11: Calcolo rendimento netto di un investitore in Bot
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

Relativamente alla ritenuta fiscale si precisa che, come espressamente dichiarato dal Dipartimento del Tesoro, per i Bot:

“La remunerazione, interamente determinata dallo scarto di emissione (dato dalla differenza tra il valore nominale ed il prezzo pagato), è considerata ai fini fiscali anticipata, in quanto la ritenuta per gli investitori individuali si applica al momento della sottoscrizione.”

Visto che la tassazione è anticipata, ne consegue che l'inflazione costituisce un'ulteriore decurtazione del rendimento a scadenza pari a:

$$r \times (1 - 0,125) \times i = r \times 87,5\% \times i$$

Dove: r = tasso di rendimento lordo;
 i = tasso d'inflazione del periodo fra la sottoscrizione e la scadenza.

Occorre precisare che, con un valore medio dell'inflazione pari al -0,1%, questo valore è attualmente trascurabile, ma potrebbe ampliarsi nel caso di una crescita inflativa.

Inoltre la ritenuta fiscale è nulla dato che il rendimento all'emissione è negativo.

Dal 19 gennaio 2015 la commissione bancaria massima è 0,05% per il Bot trimestrale, 0,10% per quello semestrale e 0,15% per quello annuale; nel caso di rendimento nullo o negativo le commissioni sono azzerate.

Quindi la **Tabella 11** mostra che a fronte di un rendimento lordo del -0,217% il rendimento netto per l'investitore sarà negativo e pari a -0,567%.

Investimento in BOT	1.000,00
Rendimento BOT Annuale	- 2,17
Costi	3,50
Rendimento netto	- 5,67

Tabella 12: Rendimento netto per ogni 1.000 euro investiti in Bot

La **Tabella 12** riporta che per ogni 1.000 euro investiti in Bot si otterranno -2,17 euro di rendimento lordo a cui verranno detratti costi per 3,5 euro e quindi l'investitore si troverà a pagare 5,67 euro di tasca propria.

Quantitative Easing, a che punto siamo con gli acquisti?

Caratteristiche riassuntive

Acquisto di titoli di Stato dell'Eurozona e di enti sovranazionali, di regioni ed enti locali, oltre ad ABS, Covered e Corporate Bond, i rendimenti verranno reinvestiti in azioni.

Gli acquisti sono di 60 miliardi al mese da marzo 2015 e 80 da aprile 2016, sino a marzo 2017 prorogabili (già esteso il 3 dicembre 2015 dal termine iniziale di settembre 2016).

I titoli acquistati avranno una vita residua tra 2 e 30 anni e, per evitare effetti distorsivi, non dovranno superare il 33 per cento del valore della singola emissione (sino al 3 settembre scorso 25 per cento) e il 33 per cento del debito emesso da ogni governo.

Gli acquisti dei Corporate Bond, obbligazioni aziendali, iniziati l'8 giugno 2016, riguardano titoli investment grade (rating minimo BBB- per almeno una delle tre maggiori agenzie di rating), denominati in euro, con una scadenza residua da sei mesi a 30 anni e potranno arrivare sino al 70% della singola emissione; sull'ammontare mensile degli acquisti non è stata data un'indicazione precisa ma potrebbe essere compreso tra i 5 e 10 miliardi.

La Bce non potrà acquistare titoli con un rendimento negativo inferiore allo 0,4 per cento fissato dalla stessa Bce come tasso dei depositi (abbassato il 3 dicembre 2015 dallo 0,2% e il 10 marzo 2016 dallo 0,3%).

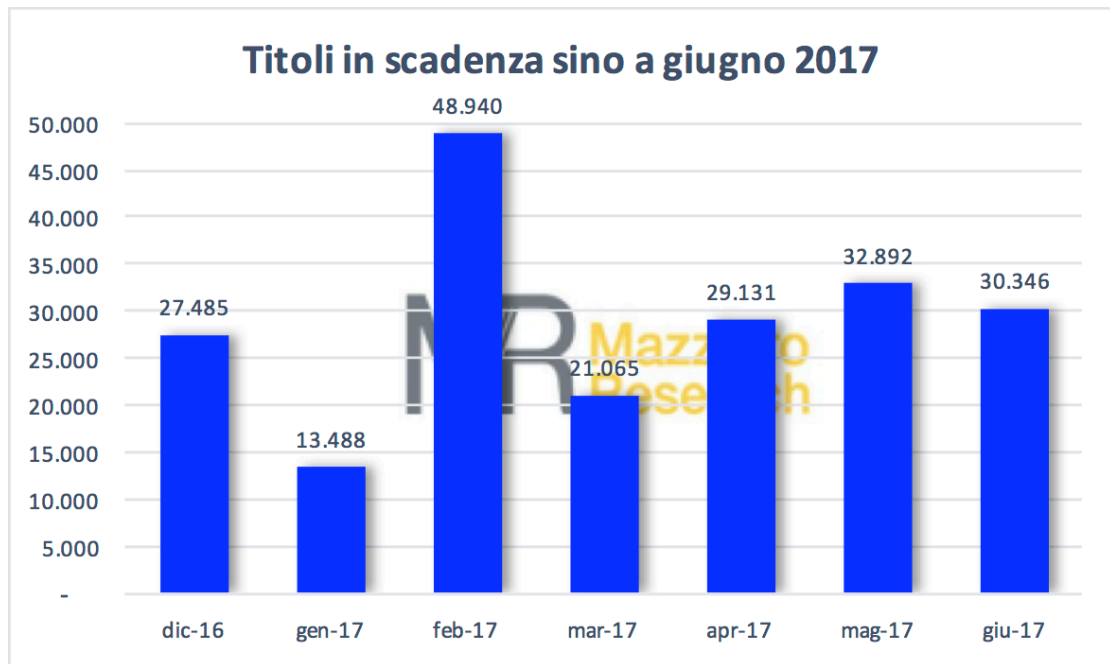
Per l'Italia la "chiave capitale" (quota di acquisto) è pari a circa il 17,5 per cento; la Bce deterrà l'8 per cento delle attività aggiuntive acquistate, mentre la parte restante sarà di competenza della Banca d'Italia.

Stando alle informazioni disponibili, degli 80 miliardi di acquisti mensili, in base alla chiave capitale 14 miliardi saranno diretti ad acquisti di titoli italiani. Tali acquisti si ripartiranno tra Covered Bond e ABS, titoli di istituzioni europee, titoli di Stato e Bond non bancari investment grade.

Complessivamente l'intero programma sino a marzo 2017 porterebbe ad acquisti di titoli di Stato italiani per circa 260 miliardi, una quota pari a circa il 14% dell'intero circolante di titoli di Stato.

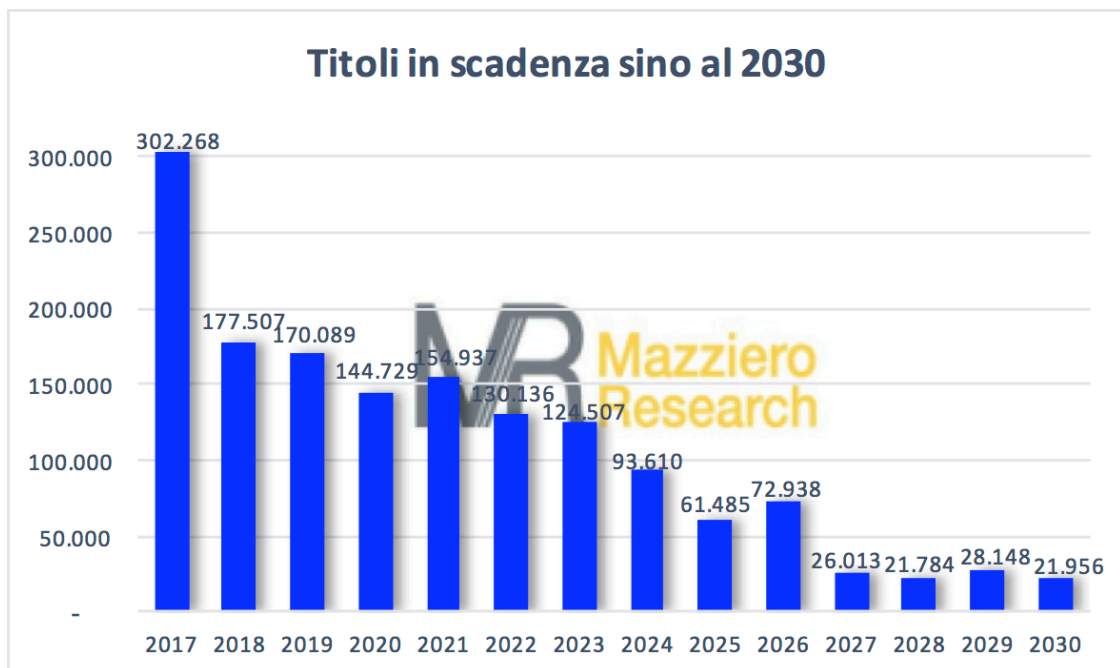
Aggiornamento a fine ottobre 2016

- Portafoglio di titoli di Stato italiani acquistati: 188,482 miliardi.
- Durata media finanziaria: 9,07 anni, in calo dai massimi di 9,36 ad aprile 2016.
- In ottobre gli acquisti di titoli di Stato italiani sono stati pari a 12,323 miliardi
- Totale acquisto titoli europei da parte della BCE: 1.134,218 miliardi.



*Figura 11: Titoli di Stato in scadenza sino a giugno 2017 (€mln)
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

La **Figura 11** mostra l'ammontare dei titoli in scadenza sino a giugno 2017, che necessariamente andranno rimpiazzati; la scadenza di febbraio si presenta alquanto impegnativa con rimborsi vicino ai 50 miliardi.



*Figura 12: Titoli di Stato in scadenza sino al 2030 (€mln)
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)*

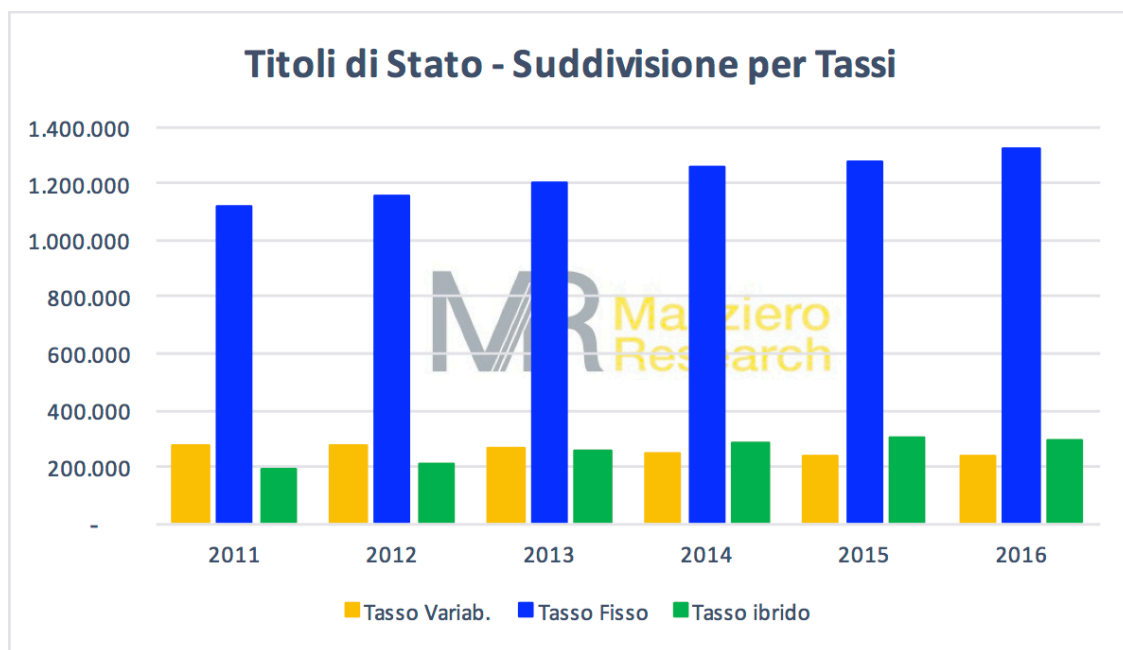


Figura 13: Suddivisione per tassi dei Titoli di Stato dal 2011 a settembre 2016
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

La **Figura 12** invece presenta l'ammontare dei titoli in scadenza sino al 2030; l'andamento graduale presenta un aspetto positivo, mentre la forte riduzione di circolante in scadenza tra il 2017 e il 2018 non deve trarre in facili ottimismo dato che poco meno di 120 miliardi è rappresentato da BOT semestrali o annuali, che vengono continuamente rinnovati e gravano sull'annata più vicina; dalla seconda metà del 2017 questo carico inizierà a trasferirsi pesantemente sul 2018.

La **Figura 13** presenta la suddivisione del circolante in funzione del tasso; si può notare che oltre il 70% è collocato a tasso fisso. La **Tabella 13** espone un riassunto del circolante in base alla tipologia di titolo di Stato.

La detenzione dei titoli di Stato da parte della Banca Centrale ha raggiunto a maggio 2016 l'11% (**Figura 14**) solo un anno prima era al 6,5%; diminuisce nel contempo la quota in mano alle banche che passa dal 21,1% di un anno fa, al 20,6% del maggio scorso.

Medesima tendenza per la detenzione di titoli di Stato da parte degli altri sottoscrittori (principalmente privati cittadini) che passa in un anno dal 30,2% al 28,4%. Torna invece a ridursi la partecipazione dell'estero che passa dal 39,2% di un anno fa al 37,2%.

BOT	BOT Flex	CCT	CTZ	BTP
116.319	-	126.111	35.717	1.291.461
BTP €i	BTP Italia	BTP atipici	Estero €	Estero Valuta
143.497	102.840	413	45.261	2.306

Tabella 13: Composizione dei Titoli di Stato a settembre 2016 (€mln)
(Elaborazione su dati MEF Dipartimento del Tesoro)

Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori

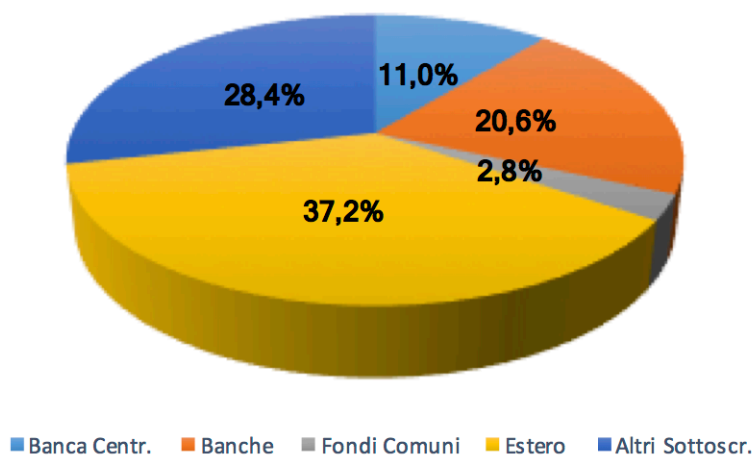


Figura 14: Detenzione Titoli di Stato per classi di investitori a maggio 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

Le Riserve della Banca d'Italia

Descrizione	€ milioni	€ milioni	%
Riserve in valuta estera	31.932		24%
Riserve verso FMI	2.767		2%
Diritti speciali prelievo	6.444		5%
Oro	91.633		68%
Altre attività di riserva	1.105		
Totale Riserve		133.881	100%
Altre attività in valuta estera	-	-	

Tabella 14: Riserve Banca d'Italia a ottobre 2016
(Elaborazione su dati Banca d'Italia)

I fatti

- Le riserve ufficiali a ottobre 2016 ammontano a 134 miliardi di euro.
- La variazione rispetto ad agosto 2016 è una diminuzione di circa 0,3 miliardi.
- Le riserve in oro, pari a 2.451,8 tonnellate, rappresentano il 68% delle riserve totali.

Il Prodotto Interno Lordo

(Milioni di Euro)	Pil Nominale	Delta Pil	Debito pubblico	Deficit/Pil	Debito/Pil	Var.Pil
Anno 2000	1.198.292	-	1.300.341	1,30%	109,18%	5,91%
Anno 2001	1.255.738	57.446	1.358.333	3,30%	108,78%	4,68%
Anno 2002	1.301.873	46.135	1.368.512	3,10%	105,66%	3,67%
Anno 2003	1.341.850	39.977	1.393.495	3,40%	104,35%	3,15%
Anno 2004	1.397.728	55.878	1.444.604	3,60%	103,81%	3,99%
Anno 2005	1.436.380	38.651	1.512.779	4,20%	105,83%	2,92%
Anno 2006	1.493.031	56.652	1.582.009	3,60%	106,51%	4,10%
Anno 2007	1.554.199	61.168	1.598.971	1,50%	103,41%	3,96%
Anno 2008	1.575.144	20.945	1.663.452	2,70%	106,10%	1,34%
Anno 2009	1.519.695	-55.449	1.769.794	5,30%	112,50%	-3,56%
Anno 2010	1.605.694	85.999	1.851.213	4,20%	115,29%	2,08%
Anno 2011	1.637.463	31.769	1.907.781	3,70%	116,51%	1,94%
Anno 2012	1.613.265	-24.198	1.989.878	2,90%	123,34%	-0,85%
Anno 2013	1.604.599	-8.666	2.070.013	2,70%	129,01%	-0,60%
Anno 2014	1.620.381	15.782	2.137.119	3,00%	131,89%	0,10%
Anno 2015	1.642.444	21.525	2.172.673	2,60%	132,28%	0,70%
Anno 2016 (st.DEF)	1.672.226	29.782	2.220.662	2,40%	132,80%	0,80%
Anno 2017 (st.DEF)	1.704.099	31.873	2.257.141	2,00%	132,50%	1,00%
Anno 2018 (st.DEF)	1.754.855	50.756	2.283.302	1,20%	130,10%	1,30%
Anno 2019 (st.DEF)	1.809.961	55.106	2.290.832	0,20%	126,60%	1,30%
Anno 2016 (st.UE)	1.653.941	11.497	2.199.742	2,40%	133,00%	0,70%
Anno 2017 (st.UE)	1.668.827	14.886	2.221.208	2,40%	133,10%	0,90%
Anno 2018 (st.UE)	1.685.515	16.688	2.243.420	2,50%	133,10%	1,00%
Anno 2016 (st.FMI)	1.655.584	13.140	2.175.888	2,30%	133,00%	0,80%
Anno 2017 (st.FMI)	1.711.419	55.835	2.183.155	2,00%	131,70%	0,90%
Anno 2018 (st.FMI)	1.753.075	41.656	2.186.394	0,60%	128,70%	1,25%
Anno 2019 (st.FMI)	1.798.045	44.970	2.188.358	0,40%	125,60%	1,00%
Anno 2016 (st.OCSE)	1.655.584	13.140	2.198.615	2,30%	132,80%	0,80%
Anno 2017 (st.OCSE)	1.668.828	13.245	2.201.184	2,00%	131,90%	0,80%

Elaborazione Mazziere Research su dati degli emittenti

Tabella 15: PIL e debito pubblico nel periodo 2000-2015, stime anni futuri DEF, UE, FMI e OCSE (Elaborazione su dati Istat, Banca d'Italia, MEF, UE, FMI e OCSE)

I fatti

- Nel 3° trimestre il PIL cresce dello 0,3% rispetto al trimestre precedente.
- Il PIL del 1° trimestre 2016 è stato rivisto al +0,4% dal +0,3 precedente.
- Il PIL resta del 7,7% inferiore ai livelli raggiunti nel 1° trimestre del 2008.
- La variazione del PIL acquisita per il 2016 è +0,8%.
- La produzione industriale da gennaio a settembre è aumentata dello 0,5%; nel medesimo periodo dell'anno scorso era salita dell'1,7%.
- La produzione industriale nel mese di settembre è diminuita dello 0,8% rispetto ad agosto, quando era aumentata dell'1,8% su luglio.

Il commento

Dopo un secondo trimestre assai deludente, con una crescita piatta, la variazione del PIL nel terzo trimestre appare positiva con una crescita dello 0,3%; al tempo stesso viene rivista al rialzo la crescita del primo trimestre passando dallo 0,3 allo 0,4%. La variazione acquisita per il 2016 è pari allo 0,8%.

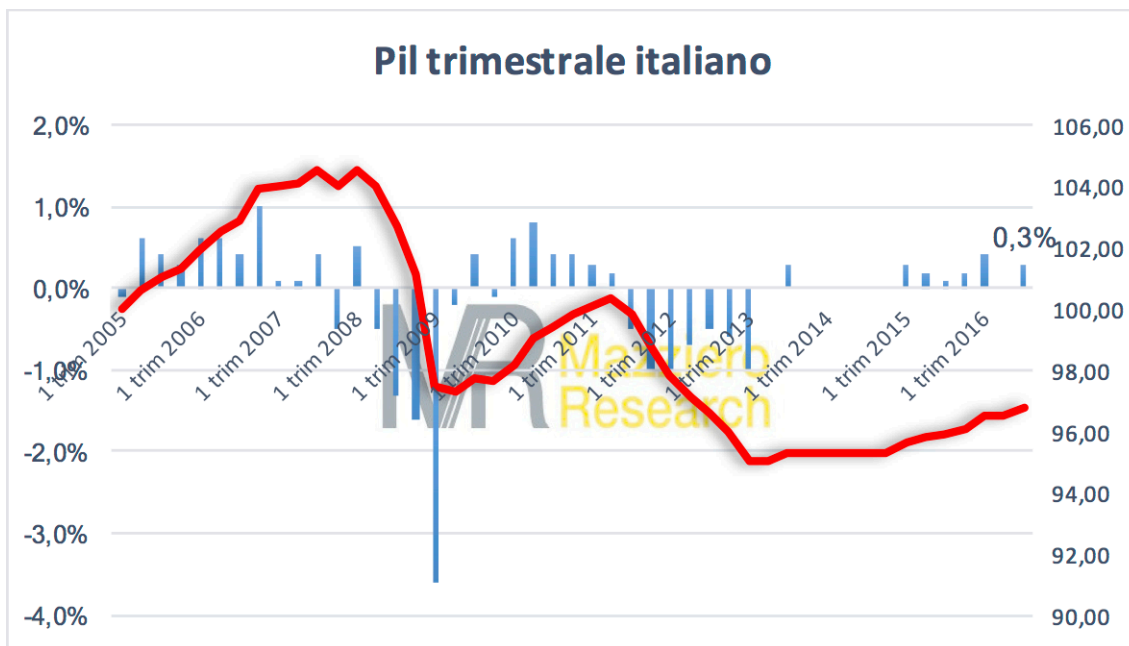


Figura 15: Andamento trimestrale del PIL dal 2005 al 3 Trim. 2016
(Elaborazione su dati Istat)

Nella **Tabella 16** è possibile vedere tutte le variazioni trimestrali a partire dal 2005; occorre notare inoltre che l'Istat ha rivisto alcune letture, in particolar modo quelle dal quarto trimestre 2013 a tutto il 2014, portandole a variazione nulla.

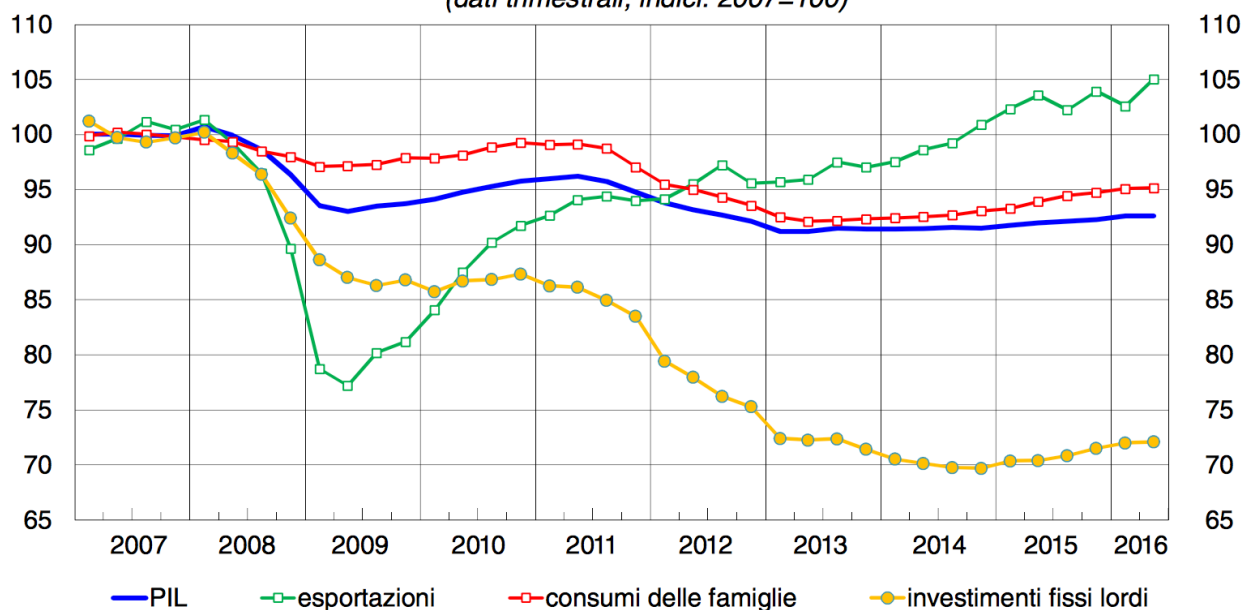
La **Figura 15** mostra la dinamica del Prodotto Interno Lordo, con istogrammi celesti per le variazioni trimestrali e la linea rossa per l'andamento cumulativo. Il divario con i livelli pre-crisi, raggiunti il primo trimestre 2008, resta sempre consistente ed è pari al 7,7%.

Anni	1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.
2005	-0,1%	0,6%	0,4%	0,3%
2006	0,6%	0,6%	0,4%	1,0%
2007	0,1%	0,1%	0,4%	-0,5%
2008	0,5%	-0,5%	-1,3%	-1,6%
2009	-3,6%	-0,2%	0,4%	-0,1%
2010	0,6%	0,8%	0,4%	0,4%
2011	0,3%	0,2%	-0,5%	-1,0%
2012	-1,0%	-0,7%	-0,5%	-0,6%
2013	-1,0%	0,0%	0,3%	0,0%
2014	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2015	0,3%	0,2%	0,1%	0,2%
2016	0,4%	0,0%	0,3%	

Tabella 16: PIL trimestrale dal 2005 al 1 Trim. 2016
(Elaborazione su dati Istat)

PIL e principali componenti della domanda (1)

(dati trimestrali; indici: 2007=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

Figura 16: PIL e principali componenti della domanda dal 2007 al 2° trim. 2016
(Elaborazione Banca d'Italia su dati Istat)

La **Tabella 17** mostra le variazioni trimestrali del PIL dal terzo trimestre del 2015 al secondo trimestre 2016, suddivise per aggregati. La costante che emerge dal confronto è l'inconsistenza del contributo al PIL da parte della Pubblica Amministrazione.

La **Figura 16** mostra l'andamento del PIL dal 2007 al secondo trimestre del 2016 e il contributo apportato da esportazioni, consumi delle famiglie e investimenti fissi lordi. È evidente come la parte trainante, dopo la forte contrazione del 2008-2009 sia rappresentata dalle esportazioni; solo in lieve miglioramento dal 2013 i consumi delle famiglie, estremamente arretrata invece la parte degli investimenti, in modesto recupero solo nell'ultimo anno.

CONTRIBUTI ALLA VARIAZIONE CONGIUNTURALE DEL PIL*

III TRIM. 2015 - II TRIM. 2016, elaborazioni su dati concatenati, destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario (anno di riferimento 2010)

AGGREGATI	III trim. 2015	IV trim. 2015	I trim. 2016	II trim. 2016
Domanda nazionale al netto delle scorte	0,5	0,4	0,4	0,0
- Consumi finali nazionali	0,4	0,3	0,3	0,0
- spesa delle famiglie residenti e delle ISP	0,4	0,2	0,2	0,0
- spesa della P.A.	0,1	0,1	0,0	0,0
- Investimenti fissi lordi	0,1	0,2	0,1	0,0
Variazione delle scorte e oggetti di valore	0,0	-0,4	0,2	-0,3
Domanda estera netta	-0,4	0,1	-0,2	0,3
Prodotto interno lordo	0,2	0,2	0,3	0,0

*I totali possono non corrispondere alla somma delle componenti per gli arrotondamenti effettuati.

Tabella 17: Contributi degli aggregati PIL alle variazioni trimestrali
(Fonte: Istat)

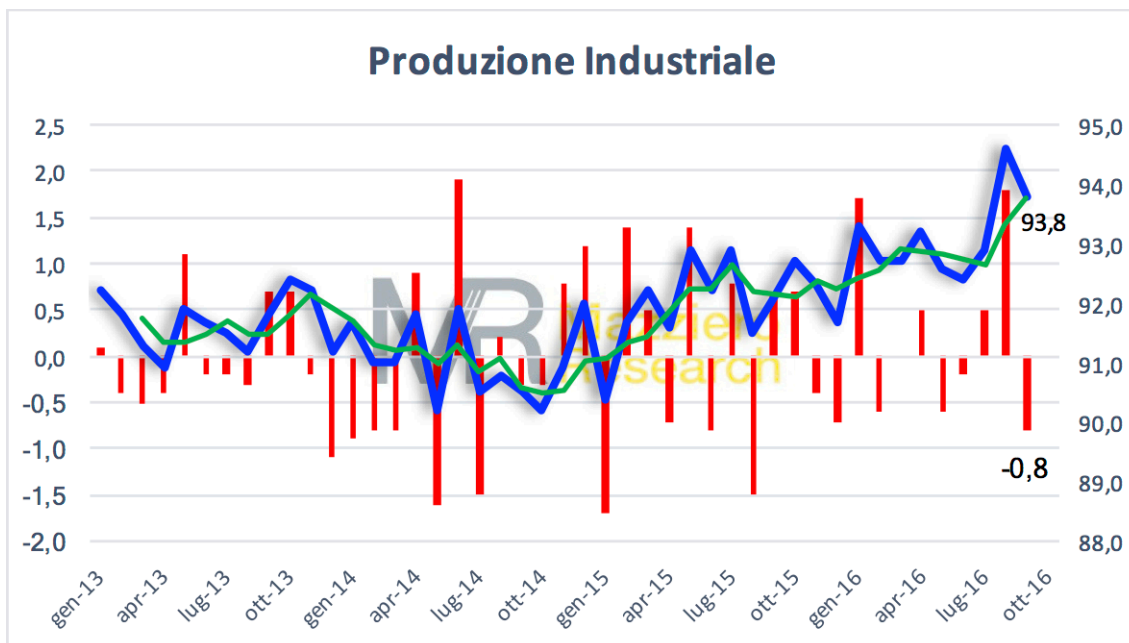


Figura 17: Andamento produzione industriale da gen. 2013 a ott. 2016
(Elaborazione su dati Istat)

Produzione Industriale

A settembre la produzione industriale è diminuita dello 0,8% (**Figura 17**) un risultato atteso visto che il forte balzo dell'1,8% ad agosto era palesemente fuorviante e generato da una scarsa attività nel mese vacanziero che amplificava anche i minimi scostamenti.

Ciò che ci sembra comunque importante rimarcare è il progressivo miglioramento, seppur ancora flebile, della produzione industriale che si può meglio osservare attraverso l'inclinazione positiva della media a tre termini, in colorazione verde nella **Figura 17**.

Il Centro Studi Confindustria nella sua indagine rapida mensile (si veda Bibliografia) stima una variazione di +0,6 per ottobre spiegandola in tre fattori:

- una stabilizzazione dell'attività nel comparto estrattivo, che in agosto e settembre aveva registrato forti incrementi congiunturali (rispettivamente +4,0% e +18,4%) conseguenti alla riapertura degli impianti in Val d'Agri (inattivi da marzo per questioni giudiziarie);
- un progresso dello 0,6% nel manifatturiero, dopo il calo dell'1,9% che si è avuto in settembre;
- un significativo aumento della produzione nazionale di energia (intorno al +1,0%) derivante dal blocco delle importazioni dalla Francia, dove circa un terzo degli impianti nucleari sono fermi da alcune settimane per manutenzione ordinaria e straordinaria.

Il Centro Studi Confindustria aggiunge che nel terzo trimestre 2016 la produzione industriale è cresciuta dell'1,2% sul secondo, quando si era avuto un arretramento dello 0,2% sul primo. Nel quarto trimestre 2016 la variazione congiunturale acquisita è di +0,6%. Tale andamento dell'attività è coerente con un aumento del PIL nei mesi estivi superiore alle attese, dopo la stagnazione rilevata in primavera, e con un rallentamento in quelli autunnali.

Indice di Fiducia sugli Investimenti in Innovazione Tecnologica

Riportiamo di seguito un breve estratto della rilevazione Indice IFIIT di novembre:

- Colpo di reni dell'indice Ifiit, che sale a 35,80 punti, sugli stessi livelli che erano stati toccati proprio un anno fa, nel mese di novembre del 2015.
- La platea degli intervistati manifesta una moderata crescita dell'ottimismo, in parte legata al progetto di allargamento dell'Industria 4.0 con l'iniziativa del governo per promuovere il nuovo modello produttivo nel nostro Paese, e in parte grazie alle nuove dinamiche internazionali, con una ripresa della domanda di prodotti del made in Italy dalle aree asiatica e statunitense.
- Pesano invece ancora fattori interni, come i consumi che stentano a decollare, e un certo clima, misto di sfiducia e di attesa, legato alle difficoltà politiche, alle aspettative incerte sulle presidenziali americane, sulle elezioni referendarie in Italia e sulla politica monetaria, statunitense ed europea.
- Il commento del Focus Group di Ifiit sull'attuale congiuntura resta orientato alla necessità di favorire investimenti in innovazione ricorrendo anche a nuove formule e a nuovi interlocutori, viste le difficoltà del nostro sistema bancario. Per questa ragione sarà importante verificare quanto si manifesterà robusta la tendenza nel prossimo futuro sia del venture capital e sia di altre forme di partecipazione allo sviluppo dell'innovazione.
- In questo quadro si comprende perché sono ancora una volta le aziende fortemente internazionalizzate o grandemente esposte all'automazione di processo, quello che propendono verso una maggiore innovazione nelle proprie organizzazioni.
- Qualche segnale di risveglio di attenzione verso progetti di evoluzione produttiva si registra anche nelle medie imprese meccaniche che lavorano nelle filiere dei distretti tessile e del legno.
- Restano deboli i settori del commercio e delle costruzioni, che faticano a risollevarsi dal persistente minimo che caratterizza in questa fase il livello della loro fiducia negli investimenti.

Ifiit è l'Indice di Fiducia sugli investimenti in innovazione tecnologica, accreditato presso il Ministero dello sviluppo economico e l'Agenzia dell'Innovazione. L'Indice rappresenta la sintesi di un'attività di ricerca sulla fiducia in investimenti tecnologici che mensilmente viene effettuata su un campione qualificato e rappresentativo dell'economia italiana. Supervisor del Focus Group di ricerca è Paolo Gila.

**ECONOMIA SOMMERSA E ATTIVITÀ
ILLEGALI.** Anni 2011-2014, milioni di euro

	Anni			
	2011	2012	2013	2014
Economia sommersa	187.053	189.190	189.941	194.419
da Sottodichiarazione	93.517	99.080	99.444	99.000
da Lavoro irregolare	71.171	71.509	72.299	77.215
Altro	22.365	18.601	18.199	18.204
Attività illegali	15.486	16.430	16.548	16.884
Economia non osservata	202.539	205.620	206.490	211.303
Valore aggiunto	1.470.334	1.448.021	1.444.106	1.456.420
PIL	1.637.463	1.613.265	1.604.599	1.620.381

*Tabella 18: Valore dell'economia non osservata nel periodo 2011-2014
(Fonte: Istat)*

L'economia non osservata

Si definisce economia non osservata la somma fra:

1. Economia sommersa: attività celate o sotto-dichiarate.
2. Attività illegali: produzione e traffico di stupefacenti, servizi di prostituzione e contrabbando di tabacco.

L'Istat procede a una stima periodica del giro di affari in base a un incrocio con le attività regolari, la stima viene poi sommata al valore aggiunto effettivamente registrato per determinare il Prodotto Interno Lordo del nostro paese.

Secondo l'Istat l'economia non osservata nel 2014 è stata pari a 211 miliardi di euro (**Tabella 18**), che sommata a 1.456 miliardi di valore aggiunto ha determinato un PIL di 1.620 miliardi.

La pressione fiscale

La pressione fiscale si calcola dal rapporto fra:

1. Somma delle imposte (dirette, indirette e in conto capitale) e dei contributi sociali (effettivi e figurativi).
2. Prodotto Interno Lordo, determinato dalla somma tra attività regolari ed economia sommersa.

La pressione fiscale calcolata dall'Istat per il 2014 è stata del 43,4% (**Tabella 19**); ma poiché questa tiene conto delle imposte e dei contributi sociali rapportandoli a un insieme che include anche le attività sommerse l'effettivo peso della pressione fiscale è maggiore.

AGGREGATI DI FINANZA PUBBLICA.

Anni 2011-2015, milioni di euro a prezzi correnti e valori percentuali

Aggregati	2011	2012	2013	2014 (a)	2015 (a)
Accreditamento (+)/Indebitamento (-) netto	-60.781	-47.216	-43.218	-48.482	-42.931
Indebitamento netto/Pil (%)	-3,7	-2,9	-2,7	-3,0	-2,6
Saldo primario	15.635	36.350	34.350	25.855	25.285
Saldo primario/Pil (%)	1,0	2,3	2,1	1,6	1,5
Prelievo fiscale	681.201	703.867	700.176	702.845	712.109
Pressione fiscale/Pil (%)	41,6	43,6	43,6	43,4	43,4
Debito	1.907.781	1.989.780	2.069.846	2.136.202	2.171.670
Debito/Pil (%)	116,5	123,3	129,0	131,8	132,2

Fonti: per il Debito Pubblico Banca d'Italia Supplemento al Bollettino Statistico "Finanza pubblica, fabbisogno e debito", 15 settembre 2016 https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2016-finanza-pubblica/suppl_48_16.pdf

(a) Dati provvisori.

*Tabella 19: Aggregati dei conti economici nazionali
(Fonte: Istat)*

L'Ufficio Studi della CGIA di Mestre ha ricalcolato la pressione fiscale, scomputando dal PIL l'economia non osservata, ricavando un valore del 49,9%.

A nostro avviso, anche questo valore non fornisce il quadro completo. Infatti vi sono redditi che trovandosi al di sotto della soglia di tassazione non versano imposte, oppure altri che le versano, ma in misura inferiore.

Ne consegue che, essendo la percentuale del 49,9% una misura media, vi saranno alcune attività che avranno un carico fiscale ben superiore al 50% dei ricavi.

Questo aspetto mostra come il carico fiscale abbia ormai raggiunto per il nostro paese livelli abnormi in quanto non dovrebbe essere ammissibile che un cittadino si trovi a destinare allo stato più della metà dei propri redditi. Tale condizione, inoltre, penalizza la competitività delle nostre imprese e del nostro costo del lavoro rispetto all'agguerrita concorrenza di un mondo globalizzato.

La pressione fiscale sull' "Economia regolare"

ANNI	Economia NON osservata		Pressione fiscale	
	mln di euro	% del PIL	Ufficiale	REALE
2011	202.539	12,4%	41,6%	47,5%
2012	205.620	12,7%	43,6%	50,0%
2013	206.490	12,9%	43,6%	50,1%
2014	211.303	13,0%	43,4%	49,9%
2015	214.180	13,0%	43,4%	49,9%
2016	218.064	13,0%	42,6%	49,0%

Elaborazione Ufficio Studi CGIA su dati ISTAT

*Tabella 20: Calcolo della pressione fiscale sull'economia reale
(Fonte: Ufficio Studi CGIA su dati Istat)*

Prodotto interno lordo (PIL, in inglese GDP)

Misura il risultato finale dell'attività produttiva di persone e imprese residenti. In Italia è calcolato mediante la somma dei 'valori aggiunti' nei differenti settori economici, aumentata dell'IVA e di altre imposte indirette. Il PIL comprende: gli investimenti e i consumi finali dei soggetti privati, una parte della spesa dello Stato e delle amministrazioni pubbliche (es. non comprende la spesa per le pensioni e per gli interessi passivi sul debito pubblico), le esportazioni a cui vengono sottratte le importazioni, oltre ad altre voci minori.

PIL nominale

Misura del PIL in moneta corrente, ossia rilevato ai prezzi dell'anno per il quale è calcolato. Comprende quindi la componente di inflazione.

PIL reale

Viene calcolato dividendo il PIL nominale per un numero indice dei prezzi.

Deflatore PIL

Indica quanta parte del PIL è dovuta all'inflazione, si ricava dal rapporto fra PIL nominale e PIL reale.

Dati corretti per gli effetti di calendario

Depurati dalla differenza annuale dei giorni lavorativi, delle festività pasquali e dell'anno bisestile.

Dati destagionalizzati

Depurati delle fluttuazioni stagionali dovute a fattori meteorologici, consuetudinari, legislativi, o altro.

Variazione congiunturale

Variazione percentuale rispetto al trimestre precedente.

Variazione tendenziale

Variazione percentuale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente.

Crescita acquisita

Crescita annuale che si otterrebbe in presenza di una variazione congiunturale nulla nei restanti trimestri dell'anno.

L'inflazione

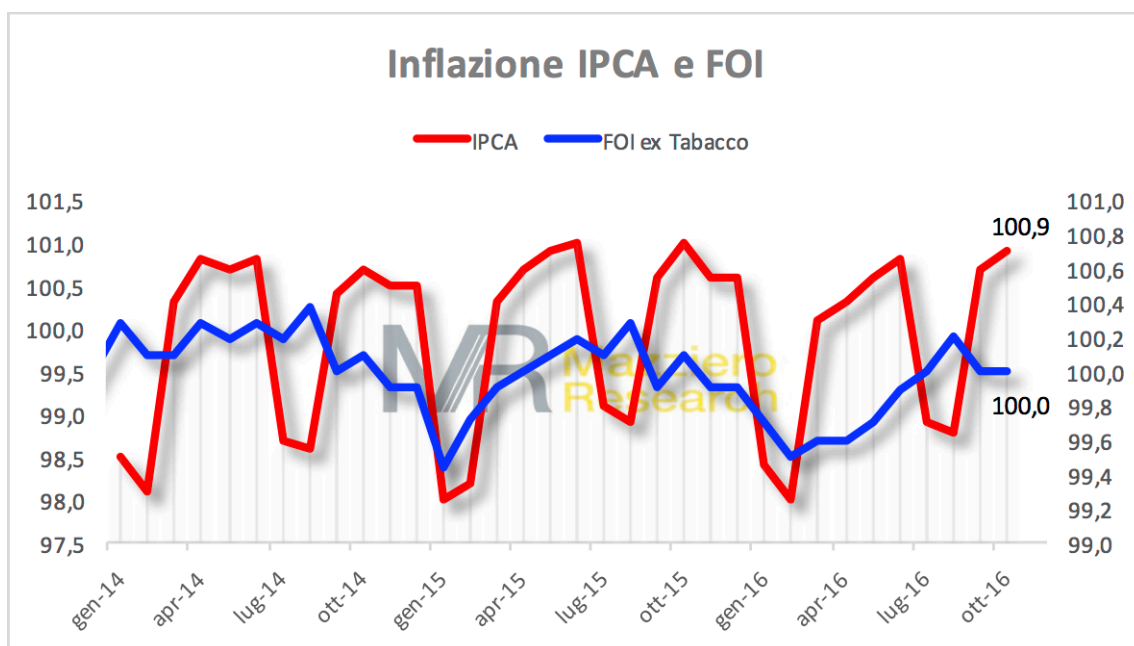


Figura 18: Indici dei prezzi al consumo IPCA e FOI da gennaio 2014 a ottobre 2016 (Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Il tasso di inflazione IPCA a ottobre è pari al -0,1%.
- L'inflazione acquisita per l'intero 2016 è pari al -0,1%.
- L'indice dei prezzi al consumo IPCA, a base 100 nel 2015, è pari a 100,9.
- L'indice dei prezzi al consumo FOI ex tabacchi, a base 100 nel 2015, è pari a 100,0.
- L'indice dei prezzi al consumo NIC, a base 100 nel 2015, è pari a 100,0.

Il commento

Non vi sono novità da segnalare, l'inflazione continua a mantenersi intorno allo zero, con letture leggermente negative; anche l'inflazione acquisita per il 2016 (definizione nel **Riquadro 12**) staziona a -0,1%.

La **Figura 18** ripropone come di consueto l'andamento degli indici IPCA e FOI ex tabacco, in cui il primo indice presenta oscillazioni più accentuate in quanto, a differenza del secondo, tiene conto dei saldi stagionali.

INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO NIC

Variazioni percentuali rispetto allo stesso mese dell'anno precedente

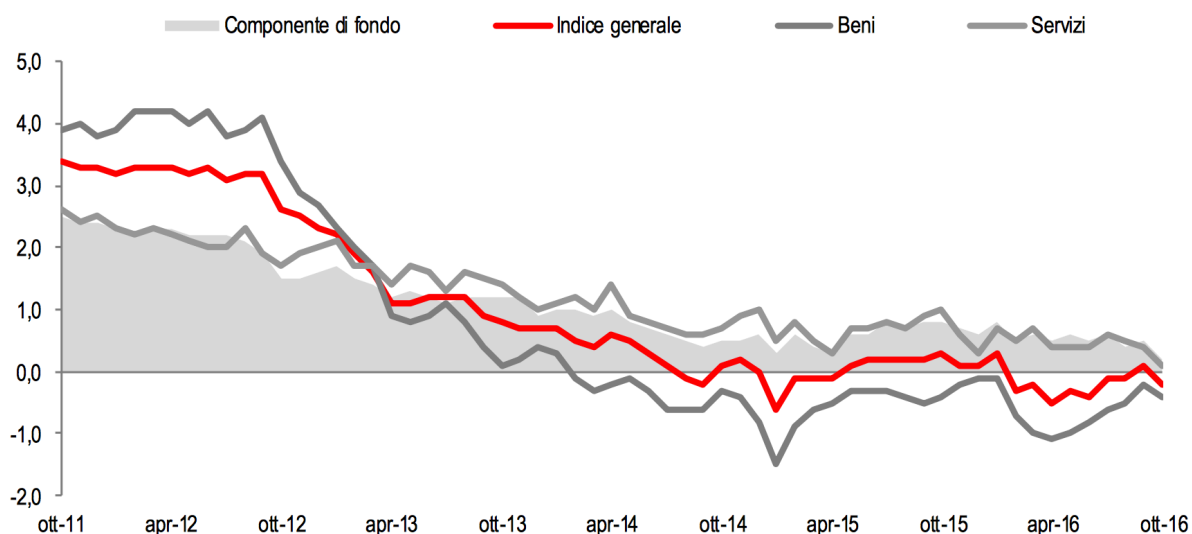


Figura 19: Indici dei prezzi al consumo NIC suddivisi per componenti
(Fonte Istat)

La **Figura 19** mostra l'andamento dell'indice dei prezzi NIC disaggregato per i componenti; la componente di fondo (area in grigio nel grafico), calcolata escludendo i beni alimentari non lavorati e i beni energetici, che si è sempre mantenuta positiva sta convergendo insieme a quella dei servizi verso lo zero; in territorio negativo invece l'indice generale e la componente relativa ai beni.

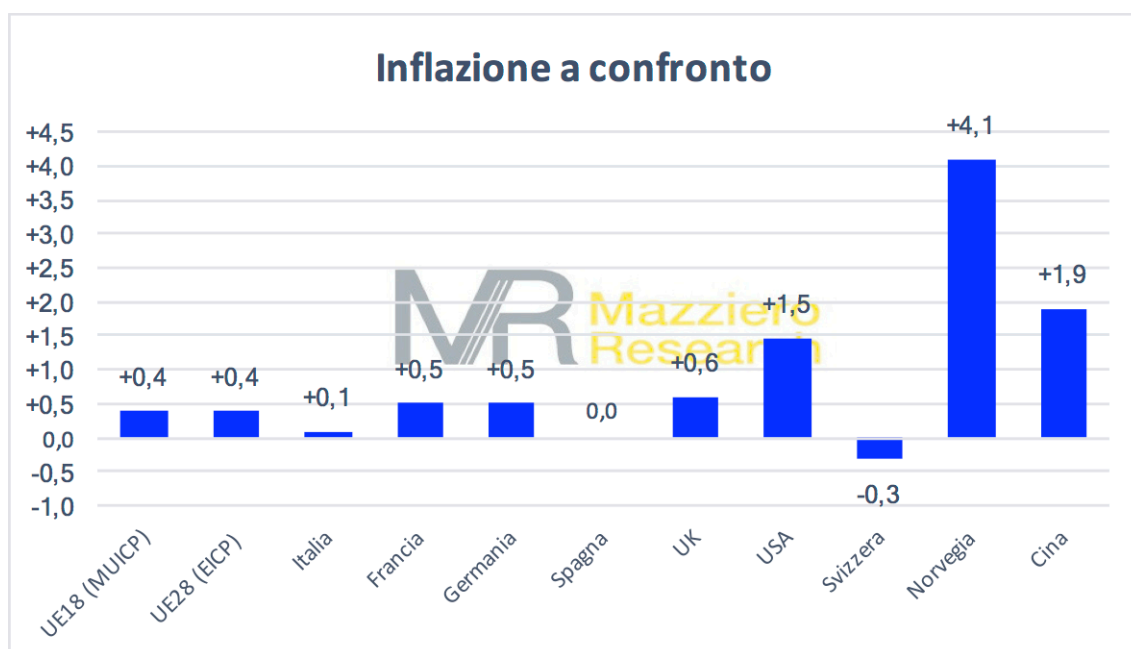
INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO NIC, PER DIVISIONE DI SPESA

Ottobre 2016, pesi e variazioni percentuali (base 2015=100) (a)

Divisioni di spesa	Pesi	ott-16 set-16	ott-16 ott-15	set-16 set-15	ott-15 set-15	Inflazione acquisita
Prodotti alimentari e bevande analcoliche	165.706	0,1	-0,2	0,1	0,4	0,1
Bevande alcoliche e tabacchi	32.497	0,0	2,0	2,0	0,0	1,5
Abbigliamento e calzature	71.837	0,1	0,4	0,5	0,2	0,4
Abitazione, acqua, elettricità e combustibili	114.454	0,1	-1,9	-1,2	0,9	-1,7
Mobili, articoli e servizi per la casa	71.798	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3
Servizi sanitari e spese per la salute	86.049	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,4
Trasporti	133.218	-0,3	0,2	-0,1	-0,6	-1,5
Comunicazioni	26.950	-0,3	-1,3	-1,0	0,0	-0,3
Ricreazione, spettacoli e cultura	77.890	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,5
Istruzione	12.482	-1,4	-1,0	0,9	0,5	0,7
Servizi ricettivi e di ristorazione	114.490	-0,4	-0,3	0,8	0,6	0,9
Altri beni e servizi	92.629	0,2	0,4	0,3	0,1	0,2
Indice generale	1.000.000	-0,1	-0,2	0,1	0,2	-0,1

(a) le variazioni tendenziali e l'inflazione acquisita, con l'aggiornamento della base di riferimento degli indici NIC all'anno 2015 (base precedente 2010=100), sono calcolate utilizzando i coefficienti di raccordo. Si veda la Nota metodologica alla fine del comunicato.

Tabella 21: Indici dei prezzi al consumo NIC per divisione di spesa
(Fonte Istat)



*Figura 20: Inflazione nei vari Paesi a settembre 2016
(Fonte: Eurostat)*

La **Tabella 21** mostra sempre il medesimo indice NIC disaggregato per voci di spesa; la variazione congiunturale (rispetto al mese precedente) mostra valori discretamente negativi per trasporti, comunicazioni, istruzione e ristorazione, che non sono sufficientemente compensati dalle lievi letture positive relative ad alimentari, abbigliamento e utenze domestiche.

Leggermente differente il panorama negli altri paesi (**Figura 20**) dove Francia, Germania e Regno Unito presentano valori abbastanza vicini alla media europea, mentre Stati Uniti, Cina e Norvegia mostrano variazioni ben più rilevanti; si mantiene, invece, in territorio negativo la Svizzera in conseguenza del forte valore del franco svizzero, che continua subire pressioni in acquisto come bene rifugio a seguito delle incertezze dei mercati.

Riquadro 12

Inflazione acquisita

Indica la variazione media annua dell'indice ipotizzando che l'indice mantenga, nei restanti mesi dell'anno, il medesimo valore dell'ultimo dato mensile disponibile.

FOI (ex tabacchi)

Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati; la dicitura *ex tabacchi* indica l'esclusione nella rilevazione dei prezzi dei tabacchi. È una misura dell'inflazione rilevata in base ai consumi delle famiglie che fanno capo a un lavoratore dipendente.

NIC

Indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività. È una misura dell'inflazione considerando la collettività nazionale come un'unica grande famiglia.

IPCA

Indice dei prezzi al consumo armonizzato per i paesi dell'Unione Europea. È una misura dell'inflazione comparabile tra i diversi paesi europei, in base a una metodologia di calcolo comune definita da Eurostat. A differenza degli altri indici tiene conto dell'abbassamento dei prezzi per abbigliamento e calzature durante i saldi stagionali.

La disoccupazione

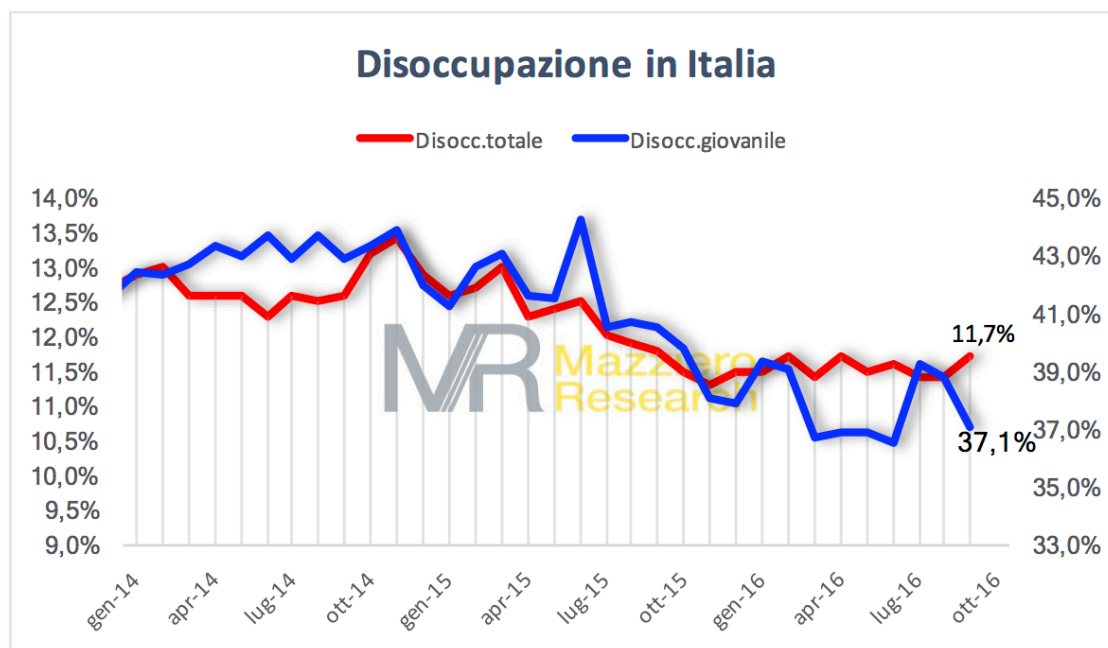


Figura 21: Disoccupazione in Italia da gennaio 2014 a settembre 2016
(Elaborazione su dati Istat)

I fatti

- Disoccupazione: 11,7% a settembre 2016; record storico 13,4% a novembre 2014. 37,1% il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e 24 anni; record storico 44,2% rilevato a giugno 2015.
- Tasso di occupazione: 57,5% della popolazione tra 15 e 64 anni; massimo degli ultimi 5 anni.
- Tasso di inattività: 34,8% della popolazione tra 15 e 64 anni; minimo degli ultimi 5 anni.
- Cassa integrazione: da gennaio a settembre 2016 autorizzate 463 milioni di ore; da gennaio a settembre 2015 furono autorizzate 518 milioni di ore.

Il commento

Pur dovendo evidenziare un aumento della disoccupazione, che passa dall'11,5% di agosto all'11,7% di settembre, i dati presentano alcuni segnali positivi, che possiamo così riassumere:

1. Diminuisce il tasso di inattività, che passa dal 35,2 al 34,8%, il che significa che più persone (circa 127 mila) si sono poste alla ricerca di un lavoro.

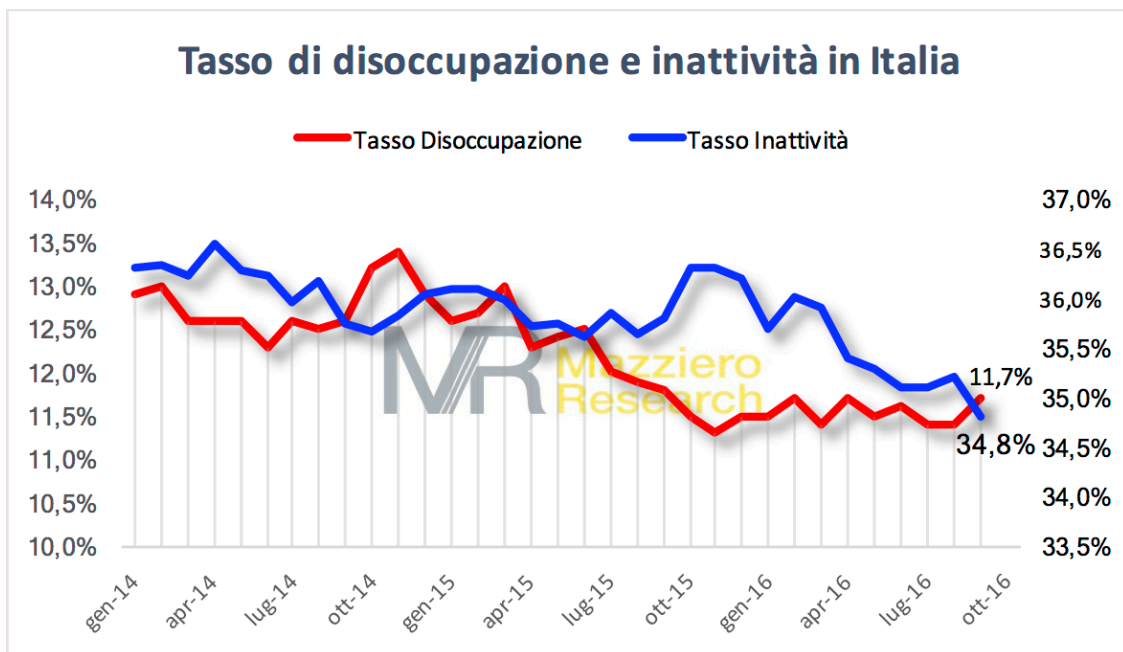


Figura 22: Tassi di disoccupazione e inattività da gennaio 2014 a settembre 2016 (Elaborazione su dati Istat)

2. Aumenta il tasso di occupazione, che passa dal 57,3 al 57,5%, il che significa che più persone (circa 45 mila) hanno trovato lavoro per almeno un'ora settimanale. La definizione può far sorridere, ma le statistiche vengono calcolate in questo modo.
3. Diminuisce la disoccupazione giovanile, che passa dal 38,8 al 37,1%, il che significa che più giovani tra i 15 e i 24 anni (circa 19 mila) hanno trovato lavoro.

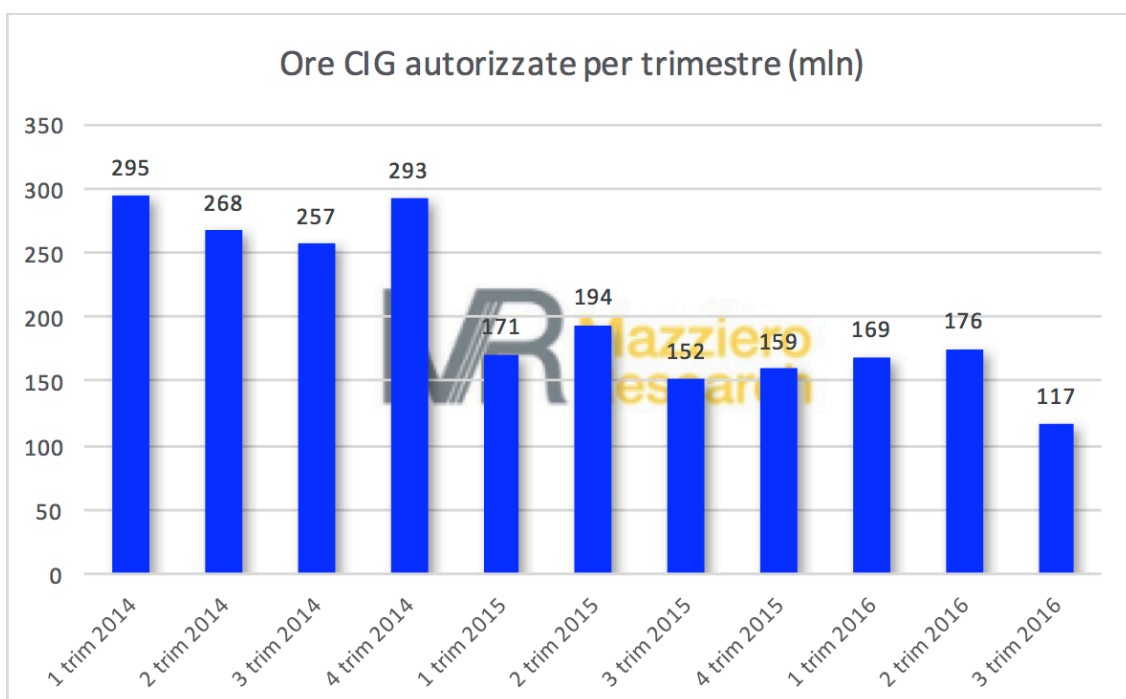
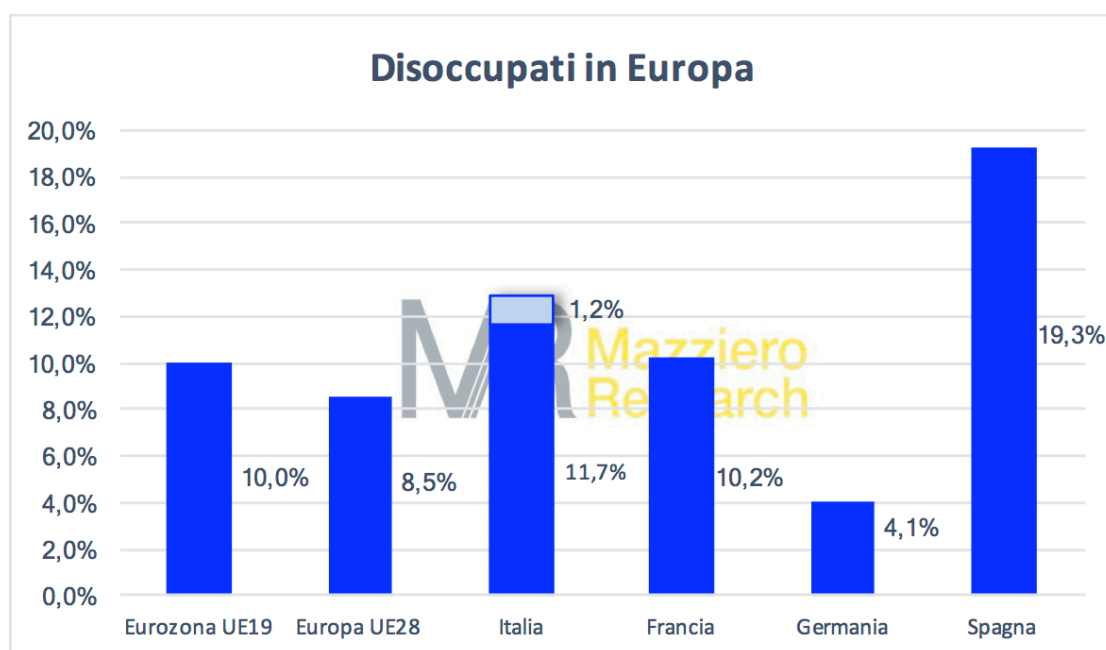


Figura 23: Ore di cassa integrazione autorizzate per trimestre dal 2014 al 3 trim 2016 (Fonte: Inps)

Questi aspetti sono ben visibili nelle **Figure 21 e 22**, in particolare quest'ultima dove si può notare la contemporanea discesa della curva del tasso di inattività e l'aumento del tasso di disoccupazione.

Tuttavia una volta evidenziato questi aspetti positivi, restano comunque molte ombre che ci fanno percepire come il mercato del lavoro permanga fragile; è sufficiente ad esempio osservare la **Figura 24** per notare come l'Italia resti molto indietro nel recupero occupazionale, non solo nel confronto con Francia e Germania, ma anche con la media europea. L'Italia presenta quel mostruoso 11,7% di disoccupazione che in realtà vale come quasi un 13%, una volta considerate le ore di Cassa integrazione autorizzate (**Figura 23**), che seppur in calo su base trimestrale, presentano un problema oramai cronico.



*Figura 24: Disoccupazione in Europa a settembre 2016
(Elaborazione su dati Eurostat)*

Riquadro 13

Disoccupati: persone non occupate tra i 15 e 74 anni che hanno svolto un'azione attiva di ricerca di lavoro.

Occupati: persone oltre i 15 anni che hanno svolto almeno un'ora settimanale di lavoro o che sono state assenti per ferie o malattia.

Forze di lavoro: comprendono occupati e disoccupati.

Inattivi: persone che non fanno parte delle forze di lavoro e quindi non sono né occupati né disoccupati.

Tasso di disoccupazione: rapporto tra le persone in cerca di occupazione e le corrispondenti forze di lavoro.

Tasso di occupazione: rapporto tra gli occupati e la popolazione di riferimento.

Tasso di inattività: rapporto tra le persone non appartenenti alle forze di lavoro e la corrispondente popolazione di riferimento.

Approfondimenti

Una cintura, una via

(Il commento)
di *Andrew Lawford, CFA*

La marcia della globalizzazione è stata da tempo motivo per una riduzione dei prezzi per molti beni di largo consumo e la tecnologia ha permesso molti sviluppi di grande impatto a basso costo. Consideriamo ad esempio la tendenza di questi ultimi decenni nel trovare centri di produzione con bassi costi della mano d'opera, insieme alla possibilità di spostare le merci lungo la catena di valore a prezzi molto contenuti grazie allo sviluppo delle navi a container a partire dagli anni '50. Questa riduzione dei costi del trasporto aveva creato un circolo virtuoso del commercio che aumentava il tenore di vita nei paesi emergenti mentre i paesi sviluppati potevano godere sempre di più i frutti della loro ricchezza.

Negli ultimi tempi, però, si sta assistendo ad un evidente cambiamento in alcuni dei paesi che servivano da “fabbrica” per i paesi più ricchi. In Cina, ad esempio, l'infrastruttura è stata sviluppata notevolmente negli ultimi decenni e l'attuale focus dello sviluppo economico, almeno a parole, sta nell'incoraggiamento dei consumi domestici al posto delle esportazioni. Se la Cina dovesse riuscire a trasformarsi in questo modo, ci potrebbero essere due importanti implicazioni:

Invece di fare da fabbrica per il resto del mondo, inizierà a richiedere importazioni da altri paesi a più basso costo, aumentando così la richiesta globale di capacità manifatturiera di basso livello;

La Cina potrebbe non essere più il centro globale dei consumi per quasi tutte le materie prime; un fattore non di poco conto considerando che contano oggi per quasi il 50% dei consumi mondiali per materiali come il rame e il minerale ferroso.



Figura 1: Una cintura, una via

Per quanto riguarda il primo punto, basti pensare al progetto “una cintura, una via”, che da qualche anno forma la base della politica estera cinese. Questo progetto, che vedrà lo sviluppo di centinaia di progetti infrastrutturali in giro per il mondo (si veda la Figura 1), servirà tanto come canale per le importazioni di beni di consumo in Cina quanto come sfogo per le esportazioni cinesi verso il resto del mondo.

Per quanto riguarda il secondo punto, la domanda principale è che cosa succederà alla domanda globale per le materie prime. Non è facile rispondere, ma se si considera l’impegno teorico di investire 4 mila miliardi di dollari (senza un orizzonte temporale) per la strategia “una cintura, una via”, si capisce che il limite dei consumi di materie prime sarà dettato non tanto dalla disponibilità delle risorse economiche quanto dal desiderio delle nazioni beneficiarie degli investimenti di scendere a compromessi con il Governo cinese. Già adesso si stima che ci siano 900 progetti in varie fasi di trattativa o esecuzione, per un investimento totale di quasi 900 miliardi di dollari.

È da notare che tutto questo si inserisce in un piano cinese di diventare una nazione “moderatamente benestante” entro il 2020 per poi

proseguire allo stato di “forte e fiorente” entro la metà del secolo. Il fenomeno dell’aumento del ceto medio cinese dovrebbe già essere ovvio per chiunque frequenti i luoghi di grande afflusso turistico in Italia; chi non ha notato l’arrivo in massa dei cinesi in questi tempi? Si potrebbe paragonare all’ondata dei turisti giapponesi degli anni ’80, se non fosse per il fatto che i cinesi sono 15 volte più numerosi.

Come questo aumento del benessere e influenza cinese si inserisce in un mondo in cui gli USA stanno “rinascendo” sotto la guida del loro nuovo presidente è un mistero, ma non è da escludere un aumento di tensioni geopolitiche nei prossimi anni. La buona riuscita della strategia cinese dipenderà dalla continuazione di una politica di profondi legami commerciali tra i paesi più importanti nel mondo. Se viene meno questo presupposto, bisognerà domandarsi in quale direzione lo sviluppo economico mondiale potrà andare. Un atteggiamento di chiusura, che sembrava affacciarsi nelle dichiarazioni del nuovo presidente statunitense durante la recente campagna elettorale, potrebbe avere dei riflessi non positivi sul progetto cinese, soprattutto se altre nazioni dovessero seguire l’eventuale cattivo esempio degli USA.

In ogni caso, la buona riuscita dei piani cinesi insieme (ovvero, nello stesso momento) a quelli degli USA sembra piuttosto difficile. Uno scontro tra questi due poteri mondiali potrebbe lasciare gli attuali problemi europei in secondo ordine.

Risorse e ricostruzione

(Note economiche)
di Gabriele Serafini

In una economia reale, per produrre servono domanda e offerta, ossia bisogni da soddisfare e capacità produttiva per i beni in grado di soddisfarli.

Con riguardo agli ultimi tragici eventi, legati al terremoto e alla distruzione del patrimonio abitativo e produttivo del centro Italia, la domanda di ricostruzione c'è sicuramente ed è indubbio che esistano anche la disponibilità di risorse, intese come i fattori produttivi - lavoro, capitale, terra - in grado di soddisfare quella domanda.

Per questo motivo, è apprezzabile l'intervento risoluto del Presidente del Consiglio dei Ministri, il quale ha annunciato che si provvederà alla ricostruzione e che la disponibilità di risorse, appunto, non è in discussione.

Poiché siamo in un'economia monetaria, tuttavia, per 'disponibilità di risorse' dobbiamo intendere necessariamente anche il *mezzo* finanziario in grado di collegare fra loro le risorse produttive e di permetterne quindi l'organizzazione¹ per produrre la soddisfazione di quella domanda.

E qui iniziano i problemi, perché il mezzo finanziario che si sceglie - o si è costretti ad utilizzare - determina, come vedremo, differenti conseguenze dell'azione di intervento intrapresa.

¹ Non a caso Alfred Marshall, uno dei padri dell'Economia riteneva l'organizzazione uno dei fattori produttivi (cfr. A. Marshall, *Principi di Economia* [1890], I grandi classici dell'economia, vol. 13, Milano, Milano finanza editore, 2006).

Nel caso specifico, inoltre, l'Italia può utilizzare risorse finanziarie statali che il Governo avrebbe destinato ad altri usi oppure utilizzare deficit superiori di bilancio, ma non può utilizzare un finanziamento monetario dell'azione da intraprendere.

Nelle prossime righe affrontiamo quindi le tre tipologie di finanziamento dell'azione di ricostruzione che il Governo potrebbe intraprendere, chiarendo fin da ora che i trattati dell'Unione Europea (UE) escludono la possibilità di un finanziamento monetario della stessa azione.

Iniziamo a trattare proprio l'ultima possibilità, ripetiamo, esclusa dai trattati europei.

Il finanziamento monetario della ricostruzione

Lo Stato italiano - intendendo per esso tutti i livelli delle istituzioni, nazionali e locali che siano - può decidere autonomamente di procedere a ricostruire i fabbricati distrutti dal terremoto, le vie di comunicazione e le strutture produttive e commerciali, coordinando i bisogni da soddisfare - ossia facendo una ricognizione dei vari patrimoni distrutti - con le forze di lavoro e i capitali da impiegare per realizzare quella soddisfazione.

Decidere autonomamente significa farlo mediante "capacità e facoltà di governarsi o reggersi da sé";² ossia stabilire il 'da farsi' direttamente e/o mediante i cittadini e residenti italiani, la cui quotidianità sia spesa sul territorio di questa penisola, conseguendo redditi e sostenendo costi e pressione tributaria, connessi con le istituzioni democratiche italiane.

² Cfr.: *Autonomo*, Enciclopedia Treccani, *ad vocem*.

Per procedere a *fare*, è però necessario stabilire anche il *come*, e quindi con quali mezzi, come detto, ossia con quale *medium* collegare, per organizzare, le risorse stesse.

In questo caso, l'Italia fin dalla fine degli anni Settanta del secolo scorso,³ come noto, ha progressivamente proceduto a limitare la propria sovranità nazionale in materia monetaria ed ormai da più di venti anni non decide autonomamente la quantità di moneta in circolazione utile per finanziare le attività delle istituzioni pubbliche. Non ci riferiamo al passaggio dalla Lira all'Euro ma alla precedente adesione al Trattato di Maastricht, mediante il quale si è stabilito che dal 1 gennaio 1993 la Banca d'Italia non avrebbe più prodotto moneta per finanziare la spesa pubblica.

Questo comporta, ad oggi, che le istituzioni italiane debbano finanziare la ricostruzione distraendo risorse destinate ad altri usi o emettendo Titoli di stato, proprio in quanto non possono produrre da sole il *medium* monetario per gli scambi aggiuntivi che si rendono necessari per ricostruire.

Veniamo così al secondo mezzo che lo Stato può scegliere per finanziare la ricostruzione.

³ Ci riferiamo all'adesione dell'Italia al Sistema Monetario Europeo, avvenuta nel 1979. Questo sistema prevedeva una banda di oscillazione del tasso di cambio della Lira, rispetto ad altre valute, tale da costringere la Banca d'Italia a stabilire la quantità di moneta italiana indipendentemente dalle esigenze di finanziamento della politica economica e in funzione della stabilità del suo valore, ossia per ridurre l'inflazione. Per una ricostruzione di quelle vicende: S. Rossi, *La politica economica italiana 1968-2007*, Bari, Laterza, 2008; L. Tedoldi, *Il conto degli errori*, Bari, Laterza, 2015.

Finanziare la ricostruzione con risorse altrimenti spese in altro modo

In caso di finanziamento della spesa mediante spostamento di risorse destinabili ad altri fini, la frase ‘ci sono le risorse per la ricostruzione’ significherebbe in realtà che si potrebbe sottrarle ad altri usi - sempre mediante processi democratici e legittimi, ovviamente - per impegnarle nelle attività sicuramente urgenti e fondamentali derivanti dai danni del terremoto. Nei provvedimenti di politica economica del prossimo ed immediato futuro sarà facile vedere se questa sarà la scelta, bastando osservare le grandezze della spesa pubblica precedente il terremoto e confrontarle con le stesse voci successive, nonché il totale della spesa pubblica stessa, precedente e successiva al terremoto.

A questo proposito possiamo però dire che ipotizzare che questa possa essere una scelta acuta e lungimirante corrisponderebbe ad ipotizzare che in un momento di crisi come quello che viviamo, si possa scegliere quali persone salvare, dati, ad esempio, i 4,5 milioni di poveri assoluti presenti in Italia.⁴ Riteniamo però che non siamo in questa condizione di scelta fra due alternative, proprio perché oltre ai bisogni esistono anche le risorse per produrre la loro soddisfazione, in quanto abbiamo un tasso di utilizzazione degli impianti inferiore al 75% e soprattutto un livello di produzione industriale ridotto di oltre il 20% rispetto a quello del 2008,⁵ nonché una disoccupazione complessiva superiore all'11%⁶ e giovanile superiore al 37%⁷. La scelta di redistribuire le risorse da un capitolo di spesa ad un altro non vogliamo quindi credere che possa costituire una scelta possibile per le istituzioni italiane.

⁴ <http://www.istat.it/it/archivio/189188>.

⁵ Vedi pp. 13 e 15 del seguente report del Ministero dello Sviluppo Economico: http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/note/Dinamica_economia_italiana_n5-17_giugno_2016.pdf.

⁶ <http://www.istat.it/it/archivio/disoccupati>.

⁷ http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCCV_TAXDISOCCUMENS.

In questo ambito facciamo comunque notare che anche un eventuale aumento della pressione tributaria, per finanziare la ricostruzione, corrisponderebbe in ogni caso ad una redistribuzione di risorse, e che essa, anche qualora venisse attuata prelevando risorse dai più abbienti, indicherebbe che le risorse in realtà non ci sarebbero, proprio perché si tratterebbe di redistribuire quelle esistenti! Ma se ci sono decine di migliaia di sfollati e moltissime persone che hanno perso il lavoro, le risorse aggiuntive per la ricostruzione non mancano; si tratta 'solo' di stabilire, di nuovo, con quale mezzo poterle combinare⁸ fra loro.

Rimane da valutare allora la terza ipotesi, ossia il finanziamento con debito pubblico.

Ricostruzione e debito pubblico

Le istituzioni italiane potrebbero stabilire di ricorrere all'emissione di Titoli di stato per reperire *volontariamente* il *medium* necessario per combinare le risorse produttive.

In questo caso - che per i vincoli attuali di Maastricht è quello che ha la maggiore probabilità di essere realizzato - le istituzioni italiane potrebbero acquisire volontariamente dai privati le somme necessarie a pagare i proprietari dei fattori produttivi e dei materiali da impiegare, per procedere alla ricostruzione. Potrebbero farlo, così, assicurando la restituzione di quelle somme maggiorate degli interessi passivi necessari per ottenerle in prestito.

Il prestito per la ricostruzione si attuerebbe a tassi necessariamente di mercato, come stabilito dalle norme europee, le quali stabiliscono pure

⁸ Nella teoria economica corrente, la combinazione dei fattori produttivi è l'attività tipicamente svolta dall'imprenditore. Per le principali definizioni, chiare in tal senso, vedi: L. Walras, *Elementi di economia politica pura* [1874-7], I grandi classici dell'economia, vol. 11, Milano, Milano finanza editore, 2006.

che in caso di calamità naturali come questa, uno Stato possa non conteggiare le risorse reperite sul mercato fra le somme rilevanti per calcolare i parametri di deficit e debito pubblico rispetto al PIL, entro i quali ci si deve attenere per rispettare i vicoli europei.

Notiamo bene che questo non significa che lo Stato potrebbe *non* indebitarsi ma che il debito potrebbe *non considerarlo* ai fini dei parametri europei. Sarebbe sempre debito pubblico e dovrebbe quindi sempre essere restituito ai creditori ma l'Italia potrebbe indebitarsi senza che l'UE consideri questo debito aggiuntivo come vincolante per rimanere nella stessa Unione Europea.

Tutto questo implica che, pur essendoci le risorse, come affermato dal Governo, per poterle organizzare sarebbe necessario contrarre debiti coi privati i quali stabilirebbero anche a quali condizioni finanziarie sarebbe possibile riparare i danni del terremoto.

I rapporti fra Stato e mercato alla luce del problema della ricostruzione

In una economia di mercato potrebbe ritenersi che questa realtà non sia così sorprendente, nonostante essa indichi che le istituzioni democratiche dipendono dalla contrattazione che esse sono in grado di realizzare con i creditori privati, che possono essere italiani o stranieri, privati cittadini, imprese o istituzioni finanziarie. Sin qui nulla di strano, dato che stiamo parlando di uno stato democratico, non di uno stato collettivista. E non è neppure sorprendente che le azioni dello stato democratico, in una economia di mercato, dipendano maggiormente da coloro i quali hanno superiori disponibilità di denaro e che intendono o meno prestarlo alle istituzioni democratiche per permetter loro di operare.

Il punto che riteniamo di maggior rilievo, invece, è che nessuno metta in dubbio che la necessità dell'intervento di ricostruzione si debba realizzare mediante intervento pubblico e che contestualmente si stabilisca che esso debba sottostare alle disponibilità finanziarie private. In un sistema economico nel quale non è possibile finanziare con moneta di nuovo conio le attività statali, le risorse per la ricostruzione sono quindi disponibili o perché vengono distratte da altri usi o perché - e nella misura in cui - ciò sia permesso dalle risorse di proprietà privata che, per essere messe a disposizione, devono ottenere in cambio una remunerazione.

Questa particolare articolazione dell'azione statale, stabilita dalle norme europee sottoscritte dall'Italia, è a nostro avviso contraddittoria con riguardo al rapporto fra il mezzo privato di finanziamento dell'azione pubblica, ma essa evidenzia anche un fondamento teorico più problematico, a cui ora riteniamo necessario fare riferimento.

Uno Stato ottocentesco?

La teoria economica, fino agli anni Settanta del Novecento, è stata per la maggior parte concorde nel ritenere che in caso di disoccupazione di fattori produttivi, ossia non di pieno impiego, l'intervento statale permetta di ottenere una crescita del PIL superiore all'importo dello stesso intervento realizzato. Questo fu stato stabilito mediante la conquista teorica realizzata da J.M. Keynes nel 1936⁹ e condivisa, ad esempio, anche da M. Friedman, il quale si differenziò da Keynes nel ritenere questo effetto non duraturo e quindi inefficace nel lungo

⁹ J.M. Keynes, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta* [1936], Torino, UTET, 1978.

periodo.¹⁰ Negli ultimi trent'anni proprio i dati ed i dubbi circa l'efficacia espansiva dell'intervento statale hanno dato luogo ad opposte correnti di pensiero che hanno fortemente contribuito a stabilire le attuali regole economiche dell'UE, fondate proprio sul ritenere che la spesa pubblica non sia in grado di realizzare un incremento duraturo del PIL.

Rispetto a questo, dobbiamo però notare che la scelta del mezzo per finanziare questo intervento pubblico di ricostruzione non riguarda l'efficacia dell'intervento pubblico. Esso attiene invece ad un aspetto che fu affrontato dagli economisti in un dibattito teorico precedente il 1936 e precisamente negli anni Venti del Secolo scorso.¹¹ Il dibattito verteva sugli effetti inflattivi o meno dell'intervento pubblico, ancor prima di domandarsi se essi sarebbero potuti essere moltiplicativi del reddito.¹²

Se Keynes riteneva che la moneta avrebbe potuto finanziare l'intervento statale senza creare inflazione in caso di registrazione di disoccupazione dei fattori produttivi, rispondeva ad esempio Luigi Einaudi in Italia che questo sarebbe stato possibile solo in caso di una precedente distruzione di capacità produttiva, come quella che l'Europa stava vivendo in quell'epoca, all'indomani della fine della Prima Guerra Mondiale. In quelle condizioni, i bisogni solvibili immediatamente espressi da una popolazione fiaccata ed oppressa dalla guerra, sarebbero stati subito soddisfatti da una produzione aggiuntiva realizzata dallo Stato, senza creare una spinta alla crescita dei prezzi delle merci già prodotte. Secondo Einaudi questo poteva accadere in quanto si sarebbe prodotta inflazione solo in caso di precedente pieno impiego delle risorse, cosa esclusa proprio dalla distruzione realizzata dalla guerra.

¹⁰ M. Friedman, *Metodo, consumo e moneta*, Bologna, il Mulino, 1996.

¹¹ Una ricostruzione interessante anche se a volte imprecisa, si trova in: N. Wapshott, *Keynes o Hayek*, Milano, Feltrinelli, 2012.

¹² L. Einaudi, *Il mio piano non è quello di Keynes*, Soveria Mannelli, Rubettino, 2012.

Ecco allora che, tornando ad oggi, se il terremoto ha prodotto una distruzione di patrimonio e risorse, si può ritenere che l'intervento pubblico di ricostruzione finanziato con moneta potrebbe determinare una ripresa economica, senza dover sottostare al finanziamento mediante debito pubblico.

La teoria economica è per lo più d'accordo che in casi come questo del terremoto si potrebbe finanziare l'intervento statale richiesto emettendo moneta, senza che questo generi instabilità monetaria e finanziaria; e stabilisce questo da circa un secolo, ossia ben prima del dibattito relativo alla efficacia nel breve o nel lungo periodo dell'intervento statale nell'economia, ossia della nascita dello Stato sociale.

In sintesi, la ricostruzione non attiene a un intervento statale in condizioni ordinarie e quindi alla espansione o meno dello Stato sociale, in merito al quale ci sono concezioni contrapposte in ambito teorico. Essa riguarda aspetti sui quali l'economia corrente conviene che il finanziamento monetario della spesa pubblica non sarebbe inflattivo e quindi non sarebbe contraddittorio e da ostacolare.

Esso, tuttavia, non è permesso dalle attuali regole europee, probabilmente proprio perché esse sono state ideate per un funzionamento dei sistemi economici non in condizioni di guerra o calamità naturali.

In questo modo, il terremoto evidenzia la contraddizione dell'impianto economico europeo che contempla l'intervento pubblico necessario ma solo in base ad un eventuale finanziamento privato, e la contraddizione fra la necessità dell'intervento e il mezzo per il suo finanziamento emerge proprio perché esso si riferisce ad una situazione che contraddice l'assetto istituzionale europeo.

Conclusioni

Riassumendo, riteniamo che permettere all'Italia di indebitarsi in maniera non rilevante per i trattati e i vincoli finanziari europei, faccia permanere la contraddizione fra l'intervento pubblico e il finanziamento privato. L'Unione Europea e l'Italia in testa, dovrebbero quindi proporsi di poter organizzare le risorse produttive esistenti in base alle necessità di ricostruzione senza doversi indebitare, ossia finanziando con moneta l'intervento.

Se invece si insisterà, anche in questo caso, nel finanziare l'intervento statale mediante un finanziamento privato, si potranno pure riparare i danni materiali del terremoto ma la riparazione sarà realizzata sottraendo risorse per altri interventi o rimandando al futuro la contrazione di altri interventi che si renderanno necessari.

Senza una soluzione monetaria, quindi, il ritenere esistenti le risorse da destinare alla ricostruzione può solo voler dire spostare nello spazio o nel tempo altri problemi meno urgenti, invece che procedere a risolvere problemi aggiuntivi; e questo, ripetiamo, non per assenza di risorse, in realtà disponibili, ma per problemi operativi ed organizzativi, relativi al mezzo di finanziamento necessario per coordinare l'intervento pubblico ritenuto da tutti necessario.

Conclusioni

Si affacciano modesti segnali di miglioramento per la nostra economia, in primis il PIL che sale dello 0,3% nel terzo trimestre, dopo il precedente piatto, e grazie alla revisione del primo trimestre (0,4%) quest'anno si potrebbe centrare l'obiettivo di crescita dello 0,8%.

Segnali positivi dal rapporto fra entrate e uscite, dalla produzione industriale e dall'occupazione, ma la disoccupazione giovanile che resta oltre il 37%.

Sorvegliato speciale il debito pubblico, dopo due mesi di contrazione, a 2.213 miliardi, tornerà a salire dal mese prossimo a 2.224 miliardi, prima del forte calo di fine anno che lo porterà tra 2.182 e 2.191 miliardi.

Maurizio Mazziero

Stime debito pubblico sino a dicembre 2016

Debito pubblico a ottobre 2016:
2.224 miliardi (in aumento)
Intervallo confidenza al 95%:
compreso tra 2.221 e 2.227 miliardi
Dato ufficiale verrà pubblicato il:
15 dicembre 2016

Debito pubblico a fine 2016:
compreso tra 2.182 e 2.191 miliardi
Intervallo confidenza al 95%
Dato ufficiale verrà pubblicato il:
15 febbraio 2017

Stima spesa per interessi a fine 2016

Spesa per interessi a luglio 2016: **55,3 miliardi di euro.**
Stime spesa per interessi a fine 2016: **68,7 miliardi di euro.**

Nota per la distribuzione

Questo studio è libero. Ciascuno lo può divulgare nei modi e nelle forme che ritiene più opportuno, è sufficiente citare la fonte.

Invito ad approfondire

MazzieroResearch.com a cura di A. Lawford e M. Mazziero.

Bibliografia

- Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale*
Banca Centrale Europea, *Bollettino Statistico Mensile*
Banca d'Italia, *Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*
Banca d'Italia, *Relazione annuale*
Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico
Banca d'Italia, *Debito delle Amministrazioni locali*
Banca d'Italia, *Bollettino Economico*
Banca d'Italia, *Moneta e Banche*
Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*
Banca d'Italia, *Tassi di interesse*
Camera dei Deputati, *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2017-19 - Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini*, 7 novembre 2016
Camera dei Deputati, *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016 - Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini*, 3 ottobre 2016
Centro Studi Confindustria, *Congiuntura Flash*
Centro Studi Confindustria, *Scenari economici*
Centro Studi Confindustria, *Indagine rapida sulla produzione industriale*
Centro Studi Confindustria, *Le sfide della politica economica*, 17 settembre 2015
Commissione Europea, *European Economic Forecast – Autumn 2016*, novembre 2016
Corriere della Sera, *Spesa pubblica, Perotti: «Dalle partecipate ai troppi sussidi, ecco perché le riforme hanno fallito»*, 4 settembre 2016
Corte dei conti, *Audizione della Corte dei conti sul disegno di legge di bilancio per l'anno 2017*, 7 novembre 2016
Corte dei conti, *Audizione della Corte dei conti sulla Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016*, 3 ottobre 2016
Fitch, *Fitch Affirms the Netherlands at 'AAA'; Outlook Stable*, 4 novembre 2016
Fitch, *Fitch Revises Italy's Outlook to Negative; Affirms at 'BBB+'*, 21 ottobre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA'; Outlook Stable*, 14 ottobre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Switzerland at 'AAA'; Outlook Stable*, 7 ottobre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Norway at 'AAA'; Outlook Stable*, 7 ottobre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable*, 23 settembre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Greece at 'CCC'*, 2 settembre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Finland at 'AA+'; Outlook Stable*, 2 settembre 2016
Fitch, *Fitch Affirms Portugal at 'BB+'; Outlook Stable*, 19 agosto 2016
Fitch, *Fitch Affirms Slovakia at 'A+'; Stable Outlook*, 12 agosto 2016
Fitch, *Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Stable*, 5 agosto 2016
Fitch, *Fitch Affirms Croatia at 'BB'; Outlook Negative*, 29 luglio 2016
Fitch, *Fitch Affirms Denmark at 'AAA'; Outlook Stable*, 29 luglio 2016
Fitch, *Fitch Affirms Spain at 'BBB+'; Outlook Stable*, 29 luglio 2016
Fitch, *Fitch Affirms Ireland at 'A'; Outlook Stable*, 15 luglio 2016
Fitch, *Fitch Affirms Belgium at 'AA'; Outlook Negative*, 1 luglio 2016
Ifiit, *Indice di fiducia sugli investimenti in innovazione tecnologica, Monthly Report*
Inps, *Comunicato Stampa Precisazione su debito implicito*, 28 ottobre 2016
Inps, *Comunicato Stampa sulla Cassa Integrazione Guadagni*
Inps, *Osservatorio sul precariato*
Istat, *Annuario Statistico*
Istat, *Commercio al dettaglio*

Istat, *Conti Economici Nazionali*
 Istat, *Conti Economici Trimestrali*
 Istat, *Conto Economico Trimestrale delle Pubbliche Amministrazioni*
 Istat, *Indicatori Demografici*
 Istat, *Il mercato del lavoro*
 Istat, *L'economia non osservata nei conti nazionali*, 14 ottobre 2016
 Istat, *Le prospettive per l'economia italiana*
 Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia*
 Istat, *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni Pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*
 Istat, *Occupati e disoccupati*
 Istat, *Pil e indebitamento AP*
 Istat, *Prezzi al consumo*
 Istat, *Principali aggregati del Prodotto interno lordo*
 Istat, *Produzione industriale*
 Istat, *Stima preliminare del Pil*
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Rapporto sul debito pubblico 2015*, 29 luglio 2016
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro
 Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Bollettino Trimestrale*, Dipartimento del Tesoro
 Moody's, *Government of Cyprus – B1 Positive: Update After Change In Outlook To Positive From Stable*, 11 novembre 2016
 Moody's, *Moody's affirms Greece's government bond rating at Caa3; outlook stable*, 14 ottobre 2016
 Moody's, *Moody's changes outlook on Slovenia's Baa3 rating to positive; Baa3 ratings affirmed*, 16 settembre 2016
 Moody's, *Moody's affirms Malta's A3 rating, stable outlook*, 2 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Ratings On Italy Affirmed At 'BBB-/A-3'; Outlook Stable*, 11 novembre 2016
 Standard & Poor's, *European Financial Stability Facility 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 11 novembre 2016
 Standard & Poor's, *Ratings On The United Kingdom Affirmed At 'AA/A-1+'; Outlook Remains Negative On Brexit Uncertainties*, 28 ottobre 2016
 Standard & Poor's, *Outlook On France Revised To Stable On Steadying Growth And Fiscal Outcomes; 'AA/A-1+' Ratings Affirmed*, 21 ottobre 2016
 Standard & Poor's, *Malta Long-Term Ratings Raised To 'A-' On Strong Economic Growth; Outlook Stable*, 14 ottobre 2016
 Standard & Poor's, *Kingdom of Spain 'BBB+/A-2' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 30 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Ratings On Grand Duchy of Luxembourg Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable*, 16 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Ratings On Portugal Affirmed At 'BB+/B'; Outlook Stable*, 16 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Kingdom of Denmark 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 16 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Republic of Austria 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 16 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Finland Outlook Revised To Stable On Gradual Economic Recovery; Ratings Affirmed At 'AA+/A-1+'*, 16 settembre 2016
 Standard & Poor's, *Kingdom of Sweden 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 2 settembre 2016

Standard & Poor's, *Slovak Republic 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 29 luglio 2016

Standard & Poor's, *Czech Republic 'AA-/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 22 luglio 2016

Standard & Poor's, *Greece 'B-/B' Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable*, 22 luglio 2016

Standard & Poor's, *Croatia Ratings Affirmed At 'BB/B'; Outlook Remains Negative*, 15 luglio 2016

Standard & Poor's, *Belgium 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 15 luglio 2016

Standard & Poor's, *European Financial Stability Facility 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Remains Negative*, 8 luglio 2016

Standard & Poor's, *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 8 luglio 2016

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione sul bilancio di previsione dello Stato per l'anno 2017 e bilancio pluriennale 2017-2019*, 7 novembre 2016

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Audizione del Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016*, 3 ottobre 2016

Ufficio Studi CGIA, *Il peso reale del fisco è al 49%*, 22 ottobre 2016

Comitato di Redazione

Maurizio Mazziro è un analista finanziario, Socio ordinario SIAT (Società Italiana di Analisi Tecnica) ed esperto nella costruzione di portafogli con ETF ed ETC; profondo conoscitore del mercato delle materie prime, è responsabile del Comitato di Consulenza di ABS Consulting. Fondatore della Mazziro Research, si occupa di analisi finanziarie, reportistica e formazione per Istituti Bancari e Aziende, affiancandole nell'attuazione di strategie di copertura dal rischio prezzi. Autore di numerose monografie e libri fra cui la "Guida all'analisi tecnica" e il "Manuale dell'investitore consapevole" viene spesso invitato come esperto in programmi radiotelevisivi.

Andrew Lawford, CFA è esperto nella valutazione dei bilanci dei titoli azionari e nell'analisi del mercato delle materie prime, ha collaborato con la società ClubCommodity.com, curando e partecipando a diverse newsletter e conferenze, oltre ad essere stato membro del Comitato Scientifico che ha realizzato COMMIN, COMMODITY INDEX, l'indice europeo sulle materie prime. È attualmente membro del Comitato di Consulenza di ABS Consulting SCF Srl, socio ordinario del CFA Institute e del CFA Society Italy. Autore del "Manuale dell'investitore consapevole".

Direzione scientifica

Paola Paoloni è Professore Associato presso l'Università "Niccolò Cusano" di Roma, Facoltà di Economia. Insegna Economia Aziendale ed Economia delle aziende e delle amministrazioni pubbliche.

Le sue principali aree di ricerca sono: gestione delle piccole imprese e reporting finanziario, l'imprenditorialità femminile; misurazione e gestione del capitale intellettuale.

John Dumay is Associate Professor in Accounting at Macquarie University, Sydney. Originally a consultant he joined academia after completing his Ph.D. in 2008. His thesis won the European Fund for Management Development and Emerald Journals Outstanding Doctoral Research Award in the Knowledge Management category. John's research specialties are intellectual capital, knowledge management, non-financial reporting, research methods and academic writing. John has published over 40 peer reviewed articles in leading academic journals. He is also the Australasian Editor of the Journal of Intellectual Capital, Associate Editor of the eJournal of Knowledge Management and on the Editorial Board of Advice of the highly regarded Accounting, Auditing and Accountability Journal and several other international accounting journals.

Andrea Scozzari is Associate Professor of Mathematical Methods of Economics, Finance and Actuarial Sciences at the Faculty of Economics of Niccolò Cusano University in Rome, where he currently teaches Calculus and Mathematical Finance. He holds a Ph.D. in Operations Research from Sapienza University of Rome. His main research areas include mathematical programming and network optimization with application to portfolio selection, biproportional allocation, political districting and facility location problems.

Gabriele Serafini è ricercatore universitario e docente di Storia del pensiero economico e Statistica economica presso la Facoltà di Economia dell'Università Niccolò Cusano di Roma. I suoi interessi scientifici concernono le teorie della produzione e dei meccanismi di formazione dei prezzi, sia in relazione alla loro coerenza interna che alla loro evoluzione storica.

Aino Kianto - Lappeenranta University of Technology

Sladjana Cabrilo - holds PhD in Industrial Engineering and Engineering Management, M.Sc. in Industrial Engineering and Management and M.Sc. in Electrical Engineering at the University of Novi Sad (Serbia). She is Associate Professor in Knowledge Management and Technology and Innovation Management at I-Shou University (Taiwan, R.O.C). Her major research areas are knowledge management, intellectual capital, innovation, creativity and change management. Since 2010 her major research theme has been to explore the linkages between KM, IC, and innovation in order to capitalize IC for innovation through more effective innovation strategies and foster intangible innovation potential in the knowledge era. Her rich experience includes participation in scientific and industry-related projects, publishing more than 60 academic articles, papers, books and book chapters, and holding lectures and presentations worldwide. Some of these were held at the George Washington University (Washington DC, USA), the World Bank (Paris), the Global Forum (Washington DC, USA) and the Austrian Development Bank (Vienna, Austria). Prof. Cabrilo has delivered key note speeches and acted as a track chair in several international conferences. She is a member of The New Club of Paris, a Committee member of the European Conference on Intellectual Capital and a member of IC Group at Regional Chamber of Commerce (Republic of Serbia).

Il Quaderno di Ricerca è un Osservatorio sui dati pubblici rilasciati da Banca d'Italia, Eurostat, FMI, Inps, Istat, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ocse.

Avvertenza: le valutazioni e i commenti dell'Osservatorio non riflettono necessariamente l'opinione di tutti gli autori; ciascuno è strettamente responsabile della parte di propria competenza.

Vanzago, 17 novembre 2016

I precedenti Quaderni di Ricerca della Mazziere Research

<i>Italia: economia a metà 2016</i>	19 settembre 2016
<i>Italia 1 trim 2016: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 2016
<i>Italia: economia a fine 2015</i>	17 febbraio 2016
<i>Italia 3 trim 2015: Pil, debito & Co.</i>	16 novembre 2015
<i>Italia: economia a metà 2015</i>	16 settembre 2015
<i>Italia 1 trim 2015: Pil, debito & Co.</i>	18 maggio 2015
<i>Italia: economia a fine 2014</i>	16 febbraio 2015
<i>Italia 3 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	17 novembre 2014
<i>Italia: economia a metà 2014</i>	15 settembre 2014
<i>Italia 1 trim 2014: Pil, debito & Co.</i>	19 maggio 2014
<i>Italia: economia a fine 2013</i>	17 febbraio 2014
<i>Italia 3 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	18 novembre 2013
<i>Italia: economia a metà 2013</i>	10 settembre 2013
<i>Italia 1 trim 2013: Pil, debito & Co.</i>	16 maggio 2013
<i>Italia: economia a fine 2012</i>	18 febbraio 2013
<i>Italia 3 trim 2012: Pil, debito & Co.</i>	20 novembre 2012
<i>Italia: economia a metà 2012</i>	10 settembre 2012
<i>Italia 1 trim 2012: Pil, debito & Co.</i>	11 giugno 2012
<i>Italia 2011: un anno di sofferenza</i>	18 febbraio 2012
<i>Italia 3 trim 2011: Pil, debito & Co.</i>	13 dicembre 2011
<i>Italia: l'economia al giro di boa del 2011</i>	16 agosto 2011
<i>Italia 1q2011: Pil, debito & Co.</i>	17 maggio 2011
<i>2010: un altro anno a debito per l'Italia</i>	29 marzo 2011

QUADERNO DI RICERCA

Osservatorio trimestrale sui dati economici italiani

Rivista scientifica - Codice CINECA E230240

Anno VI, Numero 4; ISSN 2283-7035

Italia 3 trim 2016 - Pil debito & Co

MAZZIERO RESEARCH

Copyright ©2016 – Tutti i diritti riservati